التَحَوّط

في التمويل الإسلامي

د. سامي بن إبراهيم السويلم

١٤٢٨هـ – ٢٠٠٧م

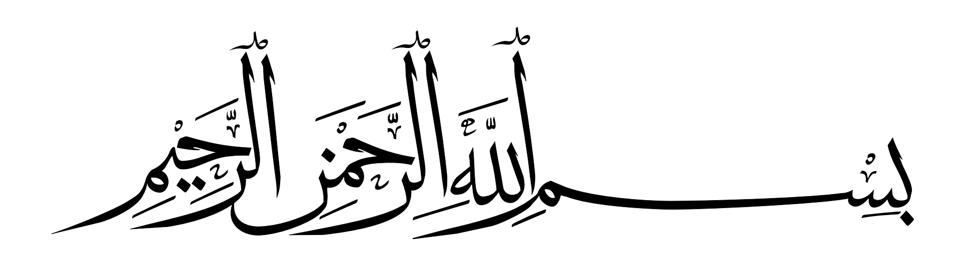
فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

السويلم، سامي بن إبراهيم
التحوط في التمويل الإسلامي. / سامي بن إبراهيم السويلم
جدة، ١٤٢٨هـ
١٧٨ ص، ١٧× ٢٤ سم
ردمك: ١-١٧١-٣٢-٩٦٦٠

١- الاقتصاد الإسلامي أ. العنوان ب. السلسلة
ديوي ٣٣٠,١٢١ ١٤٢٨/٣٨١٣

رقم الإيداع: ١٤٢٨/٣٨١٣
ردمك: ١-١٧١-٣٢-٩٦٦٠

الطبعة الأولى ١٤٢٨هـ ، ٢٠٠٧م


بسم الله الرحمن الرحيم

المحتويات

تقديم

ظلّ تطوير المنتجات المالية الإسلامية بطرق مناسبة للهندسة المالية من المجالات المهمة للبحث في المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب منذ إنشائه في عام ١٩٨١م. وسيبقى تطوير المنتجات المالية من أولويات البحث لدى المعهد.

والصناعة المالية الإسلامية تواجه نوعين من التحديات الأساسية. فمن جهة، يواجه القائمون على المؤسسات المالية الإسلامية يومياً مشكلة إدارة المخاطر المالية الناشئة عن أعمالها. ولكي تستمر هذه المؤسسات فإنها تحتاج منتجات مالية يمكن تطبيقها في الحال من أجل التحوُّط للمخاطر المالية المختلفة. ومن جانب آخر فالصناعة الإسلامية تحتاج إلى المنتجات التي تضمن بقاءها على المدى الطويل نموذجاً متميزاً لتقديم الخدمات المالية. وبينما نجد أن الجانب الأول يعنى بالمشكلات الآنية التي تواجهها الإدارات المالية، فإن الجانب الثاني ذو أهمية بالغة للتطور المستقبلي للصناعة المالية الإسلامية.

وهذه الدراسة حول "التحوط في التمويل الإسلامي" للدكتور سامي السويلم محاولة للتناول المنهجي للتحدي الذي يواجه الصناعة المالية الإسلامية، خاصة

النوع الثاني والأهم المتعلق بتميز الصناعة ومسيرتها. فقد قدمت الدراسة تحليلاً اقتصادياً لموضوع المخاطر ضمن الإطار الإسلامي، كما اقترحت أساليب لتطوير عدد من المنتجات المالية الإسلامية للتحوُّط وإدارة المخاطر.

ومن المؤمل أن تسهم هذه الدراسة في تطوير فهم أعمق لهذا الموضوع الحيوي بما يعزز مسيرة الصناعة الإسلامية. كما يؤمل أن تشجع الباحثين على المناقشة العلمية والموضوعية للآراء الكثيرة التي تناولتها الدراسة. ومن هنا يسرّ المعهد أن يدعو الباحثين والمهتمين لتقديم إسهاماتهم العلمية لإثراء هذا المجال بما يحقق الأهداف المنشودة للاقتصاد الإسلامي.

والله وليّ التوفيق.

بشير علي خلاط

مدير المعهد بالإنابة

(١)

مدخل

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله، وعلى آله وصحبه ومن والاه، وبعد.

تمثل المخاطر تحدياً للتمويل التقليدي وللتمويل الإسلامي. أما التمويل التقليدي، فبالرغم من النمو المطرد في الأدوات التقليدية لمعالجة المخاطر، وأبرزها المشتقات المالية، فإن التقلبات والاضطرابات المالية والاقتصادية تبدو في ازدياد بدلاً من الانحسار. كما أن المشتقات تثير الكثير من الإشكالات القانونية والأخلاقية، مما جعل الأصوات تتعالى بالتحذير منها والمطالبة بكبح جماحها والحد من نموها. أما التمويل الإسلامي، فبالرغم من النمو المطرد للمؤسسات المالية الإسلامية، فإن المنتجات الإسلامية، بما فيها ما يتعلق بإدارة المخاطر، تعاني من قصور لا يتوافق مع حجم السوق الإسلامية.

وقد تناولَت موضوعَ المخاطر عدةُ دراسات وندوات ولقاءات.[1] لكن الحاجة لا تزال قائمة لبحث الموضوع، على مستوى التأصيل وعلى مستوى التطبيق. فمن حيث التأصيل فإن موضوع الغرر لا يزال بحاجة إلى إطار موضوعي ينتظم فروعه ومسائله ويقدم رؤية واضحة تحدد ما يمتاز به الاقتصاد الإسلامي مقارنة

---

[1] مثلاً: Khan and Ahmed (2001), El-Gari (2003), IFSB (2005).

بالنظريات الاقتصادية المعاصرة. ووفقاً لهذه الرؤية يمكن تطوير أدوات ومنتجات مالية تنقل هذه المبادئ من حيز التنظير إلى حيز التطبيق والممارسة على نحو يلبي احتياجات المؤسسات الإسلامية ويحقق الكفاءة الاقتصادية، دون تفريط في المصداقية الشرعية، وهو ما تشتد الحاجة إليه في الجانب التطبيقي.

هذه الورقة محاولة لرسم معالم المنهج الإسلامي تجاه المخاطر، والأدوات الإسلامية الملائمة له، وما تمتاز به مقارنة بالأدوات التقليدية، خاصة المشتقات المالية. كما تحدد الورقة الفروق الرئيسية بين الرؤية الإسلامية والرؤية التقليدية، وانعكاسها في المنتجات المالية في الجانبين، وأثر ذلك على الأداء الاقتصادي.

مشكلة المخاطر

التَحَوُّط (hedging) يراد به عموماً الوقاية والاحتماء من المخاطر. وهو بهذا المعنى يتفق مع مقاصد التشريع الإسلامي في حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه. فليس هناك إشكال من حيث المبدأ حول هذا الهدف، ولكن الإشكال يتعلق بالوسائل المتبعة للتحوط: هل هي تحقق الهدف فعلاً أم أنها تؤدي بدلاً من ذلك إلى زيادة المخاطر وتفاقمها؟

من حيث المبدأ فإن النشاط الاقتصادي، بل والحياة الإنسانية عموماً، لا يمكن أن تنفك عن المخاطر. وهي تؤدي وظيفة مهمة في توجيه الحوافز ورفع الكفاءة والإنتاجية. وفي المقابل فإن استفحال المخاطر يهدد استقرار الأسواق ويبدد ثروة المجتمع. فأين يكمن الوضع النموذجي بين هذين الطرفين؟

النظام الإسلامي يقدم الإطار المناسب لحل هذه القضية. فالإسلام يحرم الربا وربح ما لم يضمن من جهة، لكنه يحرم الغرر والقمار من جهة أخرى. فالحد

الأدنى من المخاطر، الضروري للحوافز والكفاءة، يتمثل في وجوب تحمل مخاطر الملكية اللازمة لتحقيق الربح ونمو الثروة. أما المخاطر الضارة بالنشاط الاقتصادي، وهي المخاطر المستقلة عن الملكية، فتبادلها يُعدّ من الغرر والميسر المحرم شرعاً. وبهذا ترسم الشريعة الإسلامية الحدود العامة للخطر المقبول والممنوع. ولذلك لم يكن غريباً أن يكون الربا والغرر هما أصول المبادلات الممنوعة في الاقتصاد الإسلامي.

فتحريم الربا يمنع من حصول الربح دون تحمل مسؤولية النشاط الاقتصادي، وهذا هو المقصود بالضمان المشروط للربح. وليس المقصود بالضمان هو مطلق التعرض للخطر، فهذا يدخل في الغرر والمقامرة الممنوعة شرعاً. بل المقصود هو تحمل مسؤولية النشاط الحقيقي من خلال ملكية السلع والخدمات والمنافع اللازمة لتوليد الثروة. والخطر تكلفة وعبء ينبغي ضبطه وتقليصه إلى أدنى حد ممكن، وإن كان من المتعذر التخلص منه نهائياً. ولذا فإن أفضل طريقة لضبط الخطر هي من خلال ربطه بالنشاط المولد للثروة. هذه الثروة بدورها تجبر تكلفة المخاطر وتعوضها. فاشتراط ضمان الملكية لحصول الربح يجعل المخاطر لا تنفك عن النشاط الإيجابي، مما يوجه الحوافز المتصلة بالمخاطر نحو توليد الثروة، وهو ما يحقق هدفين معاً في آنٍ: توليد الثروة وتخفيض المخاطر.

في المقابل نجد أن أهم الأدوات السائدة لمعالجة المخاطر، وهي المشتقات، تتجه إلى النقيض. فهي تفصل المخاطر عن الملكية، وتجعل المخاطر "سلعة" مستقلة. وهذا يؤدي إلى أن تصبح إدارة المخاطر تسير في اتجاه مغاير لمسار توليد الثروة، وتزاحمها من ثم على الموارد المتاحة. أضف إلى ذلك أن تحويل المخاطر إلى سلعة متداولة بهدف الربح يؤدي وفقاً لآلية السوق إلى تفاقمها وليس

انحسارها، كما يؤدي إلى سوء توزيعها بسبب مشكلات تفاوت المعلومات والانتقاء العكسي. النتيجة النهائية هي ارتفاع المخاطر وتزايد التقلبات الاقتصادية، ومن ثم تراجع نمو الثروة. والبيانات المتاحة حول نمو المشتقات من ناحية، وتزايد الاضطرابات المالية من جهة أخرى، تؤكد هذه النتيجة.

رسالة التمويل الإسلامي

التمويل الإسلامي ليس للمسلمين فحسب، بل هو للعالم أجمع: وما أرسلناك إلا رحمة للعالمين (الأنبياء، ١٠٧). وهذا يعني أن أمام الاقتصاديين الإسلاميين مسؤولية كبيرة في إبلاغ هذه الرسالة للبشرية، والمساهمة الإيجابية في تحقيق الرخاء والاستقرار للاقتصاد العالمي. وتتضاعف هذه المسؤولية في ظل تزايد الشكوى من النظام المالي السائد، والمطالبة بالبحث عن حلول بديلة تحقق الأهداف المنشودة للتنمية الشاملة وعدالة التوزيع، مع المحافظة على القيم الأخلاقية والموارد الطبيعية.

خطة البحث

يهدف هذا البحث إلى تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي وقواعد التبادل في الشريعة الإسلامية. وتتناول الورقة هذه القضايا من خلال الفصول التالية:

الفصل الثاني يستعرض التقلبات المالية في الأسواق المالية، خاصة أسواق الأسهم والسلع والعملات. وتشير البيانات إلى تزايد معدلات التقلب بشكل ملحوظ خلال العقد الماضي، وهو ما يثير قلق العديد من المختصين والمسؤولين.

الفصل الثالث يتناول قضية المشتقات المالية. وهي قضية أثارت ولا تزال، الكثير من الجدل حول مشروعيتها وآثارها الاقتصادية. وتشير الدراسات إلى أن هذه القضية تمثل عقبة أمام القانونيين والاقتصاديين بسبب صعوبة الفصل بين المخاطر الملازمة للنشاط الاقتصادي وبين المجازفة التي لا تختلف عن الرهان والمقامرة. وبالرغم من انتشار المشتقات الواسع إلا أن النقد الموجه لها لا يزال قائماً، على المستوى الأكاديمي وعلى المستوى التنفيذي. ويستعرض الفصل أبرز الحجج المؤيدة والناقدة للمشتقات من الناحية الاقتصادية.

الفصل الرابع يتناول موقف الاقتصاد الإسلامي من المخاطر، ويبين أن الخطر، بالرغم من كونه ملازماً للنشاط الاقتصادي، إلا أنه أمر غير مرغوب في نفسه. وهو نوع من أنواع المشقة التي لا تراد لذاتها وإن كانت لا تنفك عن الأعمال المشروعة. كما يناقش الفصل معيار التمييز بين المخاطر المقبولة وغير المقبولة، ويقترح لذلك بعض الأدوات الإحصائية التي تتفق مع الرؤية الإسلامية.

الفصل الخامس يتناول قضية الغرر، ويسعى لتحديد معالم ومعايير موضوعية للتمييز بين الغرر اليسير والغرر الكثير. ويبين الفصل أن الغرر الممنوع مبادلة يغلب عليها أنها صفرية، بحيث ما يكسبه أحد الطرفين هو ما يخسره الآخر، وأن هذا يؤدي إلى تشويه الحوافز وزيادة المخاطر. كما يتناول الفصل العلاقة بين معيار الغرر ومعيار الخطر في الفصل السابق، ويبين تكامل المعيارين ضمن الرؤية الكلية للموضوع. هذه الرؤية هي الأساس الذي سيستخدم لاحقاً لتطوير منتجات وأدوات مالية لإدارة المخاطر.

الفصل السادس يتناول مبادئ الهندسة المالية وأساليب تطوير المنتجات من منظور إسلامي.

الفصل السابع يناقش مناهج التحوط ويقترح عدداً من الأدوات الإسلامية لكل منها، وذلك في ضوء الأسس المبادئ التي سبقت في الفصول الماضية. وقد شملت هذه الأدوات أهم عقود التمويل الإسلامية، المضاربة والبيع الآجل والسلم، كما تناولت أبرز المخاطر المالية، بما في ذلك مخاطر رأس المال، السيولة، العائد، بالإضافة إلى مخاطر العملات.

الفصل الثامن يتضمن خاتمة البحث وأهم نتائجه.

حول النسخة العربية

صدر أصل هذا البحث باللغة الإنجليزية في ربيع الثاني، ١٤٢٧هـ، مايو ٢٠٠٦م، ثم بدأ الإعداد للنسخة العربية بعد ذلك بقليل. وقد أفدت كثيراً من ترجمة الدكتور عثمان بابكر أحمد للأصل، وجعلتها أساساً حين إعداد النسخة العربية. ومع أن النسخة العربية تتفق من حيث المضمون والخطة مع الأصل، إلا أنها ليست مطابقة تماماً. فالكتابة العربية تقتضي في أسلوب العرض والمناقشة والتحليل ما يغاير مقتضى اللغة الإنجليزية. والهدف في النهاية هو إيصال الفكرة للقارئ بعبارة واضحة ولغة سليمة، قدر الإمكان.

شكر وتقدير

كثير من الآراء التي تضمنها البحث تبلورت على مدى سنوات عدة، ومن خلال العديد من اللقاءات والمناقشات مع أساتذة وباحثين، في الجانب الشرعي والجانب الاقتصادي، ومع خبراء وتنفيذيين، في مصارف إسلامية وتقليدية. من

الصعب استحضار أسماء كل من أفدت منهم عبر هذه السنوات، لكني في جميع الأحوال مدينٌ لهم بالكثير.

كما أني مدين لزملائي في المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب. وأشكر خصوصاً الإخوة: د. طارق الله خان، د. سلمان سيد علي، د. حبيب أحمد، لمناقشاتهم القيمة. كما أخص بالشكر د. عثمان بابكر أحمد على تفضله بترجمة الأصل الإنجليزي للبحث. وأشكر أيضاً الأستاذ محمد طارق، مدير الخزينة بالبنك الإسلامي للتنمية، ود. مدثر صديقي، مستشار الإدارة القانونية بالبنك، على ملاحظاتهم وقراءتهم النقدية. ولا أملك إلا أن أسجل امتناني للإخوة في مكتبة البنك على جهودهم المتميزة في توفير مصادر المعلومات، والتي ساهمت في إثراء البحث بدرجة كبيرة.

كما أخص بالشكر فضيلة الدكتور رفيق المصري الذي تفضل بقراءة النسخة الإنجليزية للبحث والتعليق عليها ضمن حوار الأربعاء بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، والشكر موصول لجميع الإخوة المشاركين بالمركز.

وبالرغم من الجهود المبذولة في هذا البحث فإنه يظل مشروعاً قيد الإعداد، كما يظل عملاً فردياً يعتريه ما يعتري البشر من النقص والسهو والخطأ. فما كان فيه من صواب فهو من فضل الله تعالى وإحسانه، وما عدا ذلك فهو على عهدة الكاتب. واللهَ المسؤول أن يجعل أعمالنا كلها خاصة لوجهه الكريم، على هدي رسوله الأمين ﷺ، إنه قريبٌ مجيبٌ، وهو تعالى الهادي إلى سواء السبيل.

(٢)

تقلبات الأسواق المالية

شهد العقد الماضي ازدياداً ملحوظاً في تقلبات الأسواق المالية من جهة، وفي عدد الكوارث المالية من جهة أخرى. فانهيار شركات إنرون، وورلد كوم، ولونج تيرم كابيتال، وغيرها،[1] يمثل أكبر حالات إفلاس في التاريخ الحديث. أما تذبذب الأسواق المالية واضطرابها، فيدل عليه البيانات الخاصة بهذه الأسواق، بالإضافة إلى تصريحات الخبراء وأهل الاختصاص. نستعرض فيما يلي مؤشرات بعض أسواق الأسهم والسلع والعملات، ودلالتها على اتجاه التقلبات خلال السنوات الخمس عشرة الماضية.

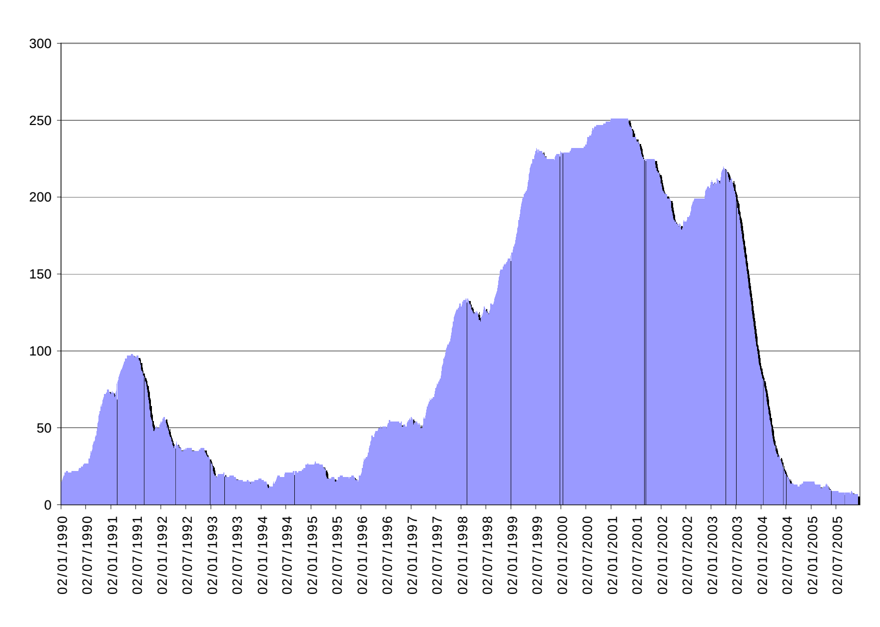
أسواق الأسهم

بالرغم من أن سوق الأسهم عالية المخاطر عادة، إلا أنها أصبحت أكثر اضطراباً خلال العقد الماضي. الشكل (١) يمثل التذبذب في مؤشر داو جونز للأسهم الأمريكية.

هناك أكثر من طريقة لقياس التذبذب. فيمكن قياس التذبذب من خلال معدل الانحراف المعياري، وهو الطريقة الشائعة. وهناك طرق أخرى، مثل قياسه

---

[1] انظر: Partnoy (2003).



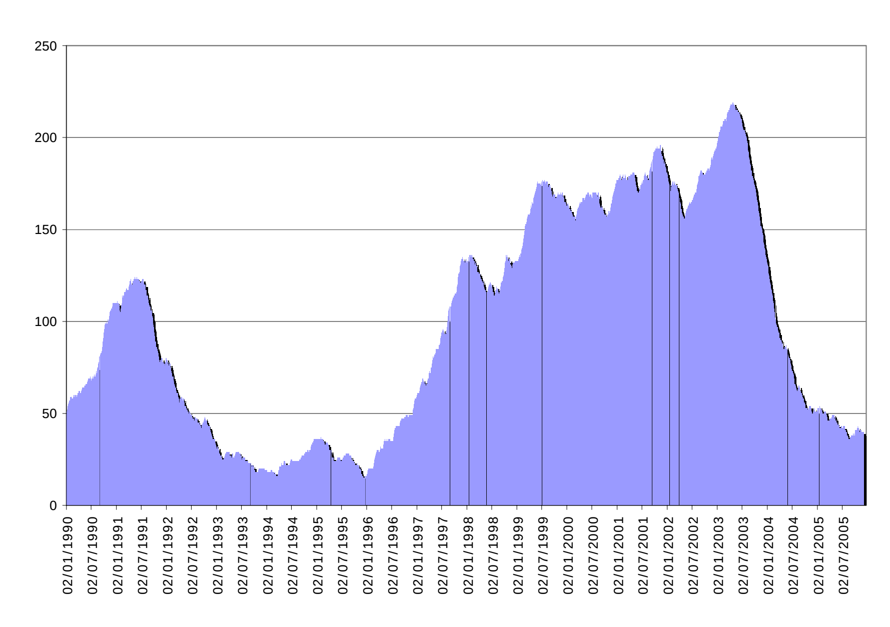
شكل (١): التقلبات في مؤشر داو جونز للأسهم الأمريكية

المصدر : djindexes.com

بعدد الأيام التي يتجاوز فيها الفرق بين أعلى قيمة (high) وأدنى قيمة (low) للمؤشر حداً معيناً.[٢] وهذا المعيار هو الذي سيتم استخدامه في هذه الورقة.

وبناء على ذلك يتم حساب معدل الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمؤشر منسوباً لقيمة الإغلاق، وذلك للفترة ١/١/١٩٩٠م–٩/١٢/٢٠٠٥م بالنسبة لمؤشر داو جونز. ويبلغ هذا المعدل ٢,٢٪. ثم يتم حساب مجموع الأيام التي يتجاوز فيها الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة (منسوباً لقيمة الإغلاق) هذا المعدل، لمدة ٢٥٢ يوماً ماضية (هي عدد أيام التداول خلال السنة).

[٢] انظر على سبيل المثال: Sornette (2003).

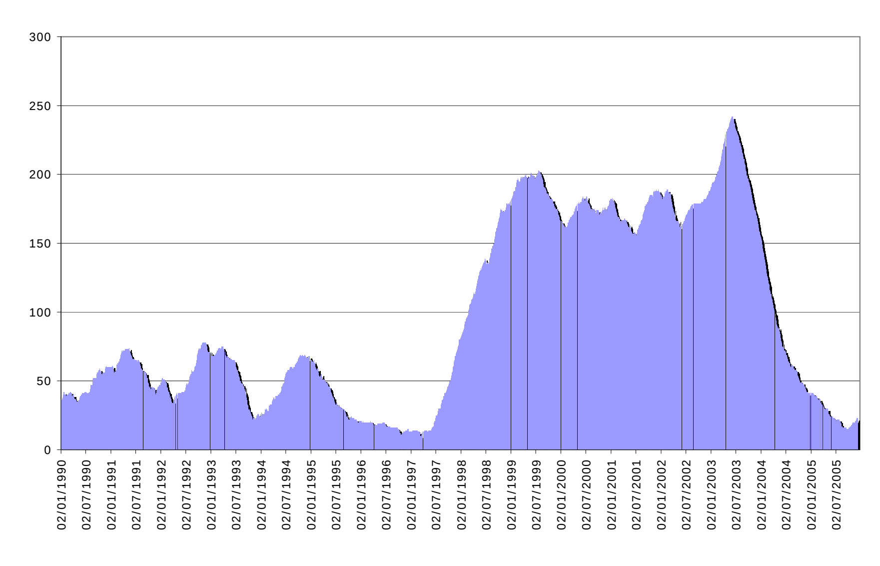


شكل (٢): التقلبات في مؤشر ستاندارد آند بورز

المصدر : finance.yahoo.com

وواضح من الشكل (١) أن معدل التذبذب قد ارتفع بصورة ملحوظة خلال أواخر التسعينات وأوائل القرن الحالي مقارنة بأوائل التسعينات. ففي الفترة ١٩٩٠م–١٩٩٤م كان معدل التذبذب ٣٨,٦ يوماً، بينما كان في الفترة ٢٠٠٠م–٢٠٠٤م ١٥٩ يوماً. هناك انخفاض ملحوظ في أواخر العام ٢٠٠٥م، لكن لا يمكن الجزم ما إذا كان هذا الانخفاض وقتياً أو مستمراً.

يبين الشكل (٢) معدل التذبذب لمؤشر ستاندارد أند بورز للأسهم الأمريكية أيضاً. ويمكن بسهولة ملاحظة التشابه بينه وبين مؤشر داو جونز. فقد ارتفع المعدل من ٥٢ يوماً في الفترة ١٩٩٠–١٩٩٤م إلى ١٥٦ يوماً في الفترة ٢٠٠٠م–٢٠٠٤م.



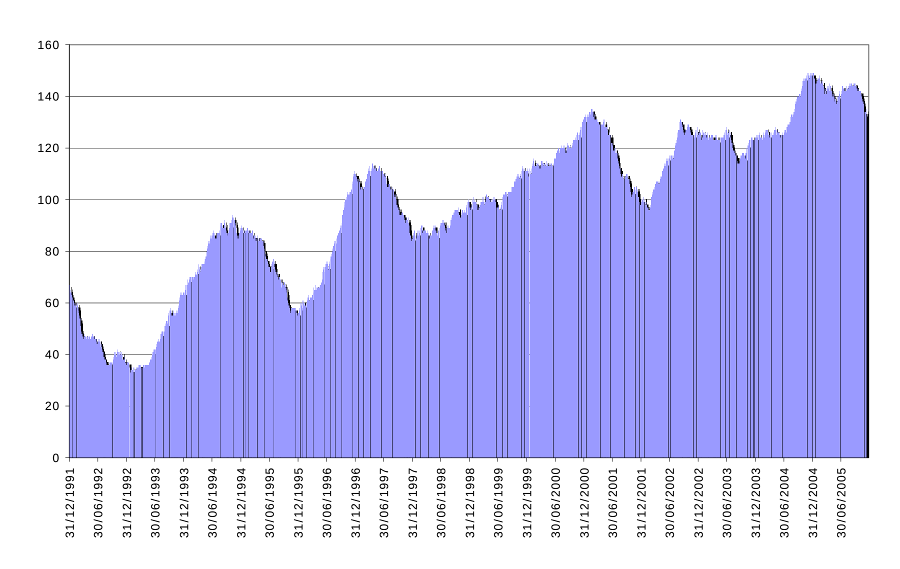
شكل (٣): التقلبات في مؤشر الفاينانشال تايمز للأسهم البريطانية

المصدر : finance.yahoo.com

كما يمكن ملاحظة ذلك من الشكل (٣) الذي يبين معدل التذبذب في مؤشر الفاينانشال تايمز، الذي يمثل أكبر ١٠٠ شركة في السوق البريطانية. فقد ارتفع معدل التذبذب من ٥٤ يوماً في الفترة ١٩٩٠م–١٩٩٤م إلى ١٥٩ يوماً في الفترة ٢٠٠٠م–٢٠٠٤م.

أسواق السلع

يبين الشكل (٤) معدل التذبذب في مؤشر داو جونز للسلع، وهو مؤشر يتضمن سلة متنوعة من ١٩ نوعاً من السلع، تشمل البترول ومصادر الطاقة (بنسبة ٣٣٪ من المؤشر)، المعادن الثمينة (٨٪)، المعادن الصناعية (١٨,٢٪)، الحبوب (١٨,٤)، اللحوم (١٠,٥٪)، وغيرها.

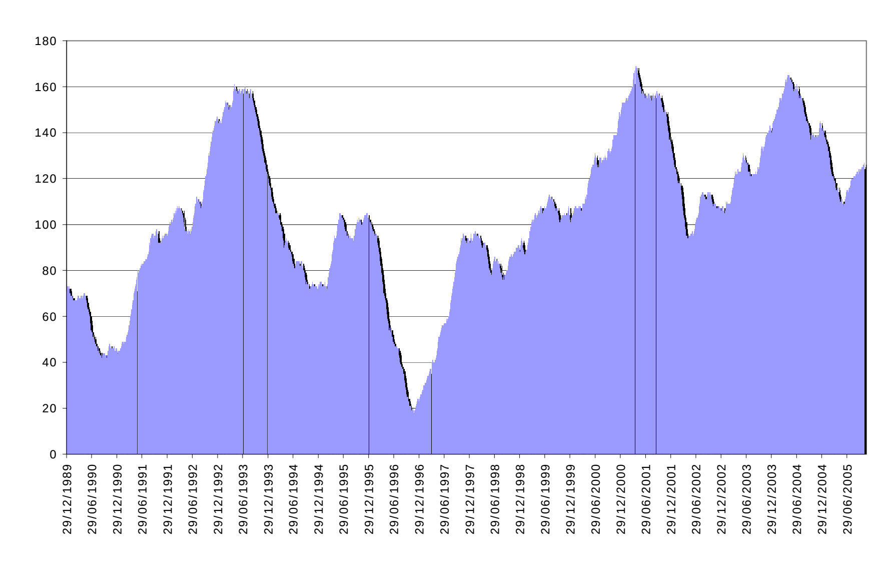


شكل (٤): التقلبات في مؤشر داو جونز للسلع

المصدر : djindexes.com

ويبين الشكل مجموع الأيام التي تجاوز تغير المؤشر بالنسبة لليوم السابق متوسطَ التغير للعَينة، وهو ٠,٥٧٪. ويتم حساب المجموع لمدة ٢٥٢ يوماً ماضية، تمثل عدد أيام التداول في السنة. ويظهر من الشكل الارتفاع المتواصل للتقلب خلال الخمسة عشر عاماً الماضية. وقد يعزى ذلك إلى حرب العراق الأخيرة وأثرها على أسعار النفط، لكن اتجاه الزيادة في التقلبات بدأ قبل ذلك بفترة.

ويوضح الشكل ارتفاع معدل التذبذب من ٥٧ يوماً في الفترة ١٩٩١م–١٩٩٤م، إلى ١٢٣ يوماً في الفترة ٢٠٠١م–٢٠٠٤م. وليس هناك ما يدل على انخفاض هذا الاتجاه.



شكل (٥): التقلبات في مؤشر هيئة نيويورك للدولار

المصدر : nybot.com

أسواق العملات

يبين الشكل (٥) معدل التذبذب في سعر الدولار أمام سلة من العملات الدولية وفق مؤشر هيئة نيويورك التجارية (New York Board of Trade). وتتوزع هذه السلة بين اليورو (٥٧٪)، الين (١٣,٦٪)، الجنيه البريطاني (١١,٩٪)، الدولار الكندي (٩,١٪)، الكرونا السويدية (٤,٢٪) والفرنك السويسري (٣,٦٪).

ويبين الشكل مجموع الأيام التي تجاوز فيها الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، منسوباً للإغلاق، معدل العَينة، وهو ٠,٧٣٪. والمجموع يمتد لمدة ٣٦٥ يوماً ماضية، حيث تعمل أسواق العملات على مدار الساعة. ويظهر من الشكل (٥)

اتجاه نحو زيادة التقلب خاصة بعد ١٩٩٧م. وقد بلغ معدل التذبذب ١٠٦ أيام في الفترة ١٩٩٠م–١٩٩٤م، بينما بلغ ١٣٤ يوماً في الفترة ٢٠٠٠م–٢٠٠٤م.

جدول (١)

التقلبات في الأسواق المالية

المؤشر	١٩٩٠–١٩٩٤م		٢٠٠٠–٢٠٠٤م	
	المتوسط	الوسيط	المتوسط	الوسيط
داو جونز	٣٩	٢٧	١٥٩	١٩٩
ساتاندرد آند بورز	٥٢	٣٦	١٥٦	١٧٦
فاينانشال تايمز	٥٤	٥٧	١٥٩	١٧٤
داو جونز للسلع*	٥٧	٥٢	١٢٣	١٢٤
مؤشر الدولار	١٠٧	١٠١	١٣٤	١٣٨

* تبدأ العيّنة من ١٩٩١م، والمقارنة بين ١٩٩١–١٩٩٤م و٢٠٠١–٢٠٠٤م. قياس الفجوة احتسب بمعدل التغير اليومي في السعر.

اضطراب الأسواق المالية

يلخص الجدول (١) معدلات التذبذب للأسواق المالية المشار إليها. ويلحظ من الجدول بوضوح الاتجاه العام للازدياد والارتفاع. وهذه الظاهرة كانت محل اهتمام من الاقتصاديين والمحللين منذ أواسط التسعينات، كما أشار لذلك الخبير المعروف بيتر بيرنشتاين.[٣] وقد علق بول كروجمان، أستاذ الاقتصاد في برنستون

[٣] Bernstein (1996), p. 329.

وإم آي تي، بعد كارثة شرق آسيا وغيرها بقوله: "لقد تبين أن الاقتصاد العالمي أصبح أكثر مخاطرة مما كنا نظن".[٤] أما جوزيف ستيجليتز، الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد ونائب رئيس البنك الدولي سابقاً، فقد صرح بقوله: "هناك خللٌ ما في النظام المالي العالمي".[٥]

هناك عدة عوامل يمكن أن تقف وراء هذه الظاهرة، وهذه تستحق دراسة مستقلة. لكننا سنتناول إحدى أهم الأدوات السائدة لمعالجة هذه المخاطر، ألا وهي المشتقات.

---

[٤] Krugman (1999), p. 154.

[٥] Stiglitz (2003), p. 54.

(٣)

المشتقات المالية

المشتقات (derivatives) عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية، ومن أشهر صورها المستقبليات (futures) والاختيارات (options) والمقايضات (swaps). من الناحية النظرية، يفترض أن يتم تبادل المخاطر بحيث تنتقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على احتمالها. وعليه يستطيع الطرف الأقل قدرة أن يتفرغ للعملية الإنتاجية، بينما يستفيد الطرف الأكثر قدرة من العائد الذي يحققه مقابل تحمل المخاطر. ولهذا الغرض يفترض نظرياً أن تكون المشتقات هي الوسيلة لتحقيق الكفاءة المنشودة في توزيع المخاطر.

لكن المشتقات في الوقت نفسه هي أهم أدوات المجازفة (speculation) في الأسواق المالية. وهو ما يثير قلق كثير من المراقبين والمختصين لما يمكن أن يترتب على ذلك من ارتفاع درجة المخاطرة بدلاً من تقليلها. ولهذا كثر الجدل بين المؤيدين والمعارضين للمشتقات المالية، سواء من الاقتصاديين أو القانونيين في الصناعة التقليدية.

فيما يلي وصف موجز لطبيعة المشتقات وحجمها، ثم مناقشة مركزة لأبرز وجهات نظر الفريقين. أما الرؤية الإسلامية للموضوع فمحلها الفصل التالي.

طبيعة المشتقات

تكاد تتفق وجهات نظر المختصين، من الفريقين، أن المشتقات بطبيعتها مبادلة صفرية، حيث ما يربحه أحد الطرفين هو ما يخسره الطرف الآخر. على سبيل المثال، يصرح آلان جرينسبان، الرئيس السابق لمجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي، وأحد أبرز المؤيدين للمشتقات، بقوله: "المشتقات من حيث العموم لعبة صفرية، حيث تعد الخسارة في القيمة السوقية لأحد الطرفين هي الربح السوقي للطرف الآخر".[١]

ولهذا السبب فإن المشتقات لا تعد مبادلة "حقيقية" لأنها لا يراد بها نقل ملكية الأصل محل الاشتقاق، بل يقتصر الأمر في الأغلب الأعم على تسوية فروقات الأسعار عند نهاية العقد. على سبيل المثال، في سوق المستقبليات نجد أن ٩٩٪ من العقود يتم تسويتها قبل حلول الأجل.[٢] ولذلك نجد أن هيئة الخدمات المالية في بريطانيا تعرف المشتقات بأنها "عقود على الفروقات" (contracts for differences).[٣]

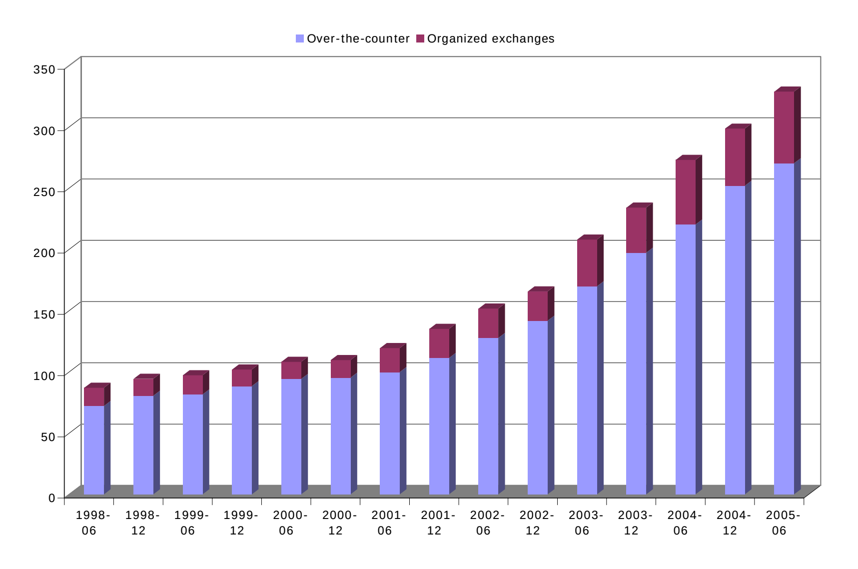
من المهم التأكيد بأن العقود التي تهدف فعلاً لنقل الملكية وتسليم الأصل محل التعاقد عند الأجل لا تدخل في هذا التعريف للمشتقات. كما تجدر الإشارة إلى أن التبادل الفوري في الأسواق المالية (الأسهم مثلاً) لا يدخل من حيث المبدأ في تعريف المبادلة الصفرية لانتهاء علاقة الطرفين بمجرد إتمام التعاقد، بخلاف المشتقات التي تستمر فيها علاقة الطرفين طوال مدة العقد. وسيأتي إن شاء الله مزيد حول هذه النقطة لاحقاً.

---

١ Greenspan (1999).

٢ Pilbeam (2005).

٣ Financial Services Authority (2005); Swan (2000), p. 11.



شكل (٦): القيمة الاسمية للمشتقات في الأسواق المفتوحة (■) والمنظمة (■)

المصدر: bis.org

حجم المشتقات

يتم تبادل المشتقات عموماً في نوعين من الأسواق المالية: الأسواق المنظمة (organized exchanges) والأسواق المفتوحة (over-the-counter).[٤] الشكل (٦) يبين القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات (notional value). ويظهر من الشكل التضاعف السريع لحجم أسواق المشتقات، حيث ارتفعت من أقل من ١٠٠ تريليون دولار في ١٩٩٨م إلى أكثر من ٣٣٠ تريليون، أي أنها تضاعفت ثلاث مرات في أقل من ٧ سنوات. وهذا النمو يتجاوز بمراحل نمو أي نوع من الأصول المالية الأخرى.

[٤] الأسواق المنظمة تخضع للإشراف والرقابة من قبل هيئات حكومية، خلافاً للأسواق المفتوحة.

تكوين سوق المشتقات

وفقاً للإحصائيات الرسمية لمكتب مراقبة النقد في الولايات المتحدة، فإن نسبة التعاملات التي تصنف ضمن المجازفات أكبر بكثير من تلك التي يراد بها التحوط. فهناك ٢,٧٪ من المشتقات تستخدم من قبل المتعاملين النهائيين (end users)، وهم المؤسسات أو الشركات غير المالية، بينما تتركز ٩٧,٣٪ من التعاملات لدى السماسرة والبيوت المالية والبنوك الكبيرة.[٥] ووفقاً للبنك المركزي الألماني فإن أقل من ١٠٪ من التعاملات في المشتقات غير المنظمة تتم مع متعاملين نهائيين خارج القطاع المالي.[٦]

كما أن سوق المشتقات تتركز في عدد قليل من البنوك والمؤسسات المالية. فوفقاً لمكتب مراقبة النقد، فإن خمسة بنوك تجارية تسيطر على ٩٦٪ من القيمة الاسمية للمشتقات في الولايات المتحدة. كما تشير الدراسات إلى أن المؤسسات التي تسيطر على السوق مع كونها تتعامل فيما بينها، فهي كذلك تتعامل مع نفس شريحة العملاء، وتشترك في نفس الأسواق (البورصات) وبيوت التسوية (clearing houses).[٧]

المستقبليات (Futures)

المستقبليات هي عقود آجلة نمطية أي ذات مواصفات موحدة وثابتة، بحيث يسهل تداولها في السوق المالية. العقود الآجلة بدورها تتضمن الاتفاق على تسليم سلعة بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي. وهي بهذا المعنى ليست شيئاً مستحدثاً.

---

٥ OCC (2005).

٦ Bundsbank (2003), p. 37.

٧ Group of Thirty (1997).

فعقد السلم المعروف في الفقه الإسلامي يُعدّ عقداً آجلاً بهذا الاعتبار. كما أن تداول عقد السلم كان معروفاً منذ عهد الإمام مالك (ت١٧٩هـ) رحمه الله، إذا كان المبيع من غير الطعام، وفق الشروط التي نص عليها فقهاء المالكية.[٨] فالمستقبليات بهذا المعنى لا تعد عقوداً مستحدثة أيضاً.

لكن يوجد فرقان جوهريان بين السلم المتداول وفق الفقه المالكي وبين المستقبليات الحديثة اليوم من حيث شروط التعاقد:

١. اشتراط تعجيل الثمن في السلم، بينما يتم تأخير الثمن في المستقبليات.
٢. وجوب تسليم المبيع عند حلول الأجل، ولا تجوز التسوية بفروق الأسعار لأنها تؤول إلى نقد بنقد مع التفاضل والتأخير، وهو أمر مجمع على تحريمه شرعاً.

الأسواق المنظمة للمستقبليات الحديثة، التي تهدف إلى التسوية بفروق الأسعار دون التسليم، نشأت في حقبة متأخرة، وليست ظاهرة قديمة في النشاط الاقتصادي. وأول سوق من هذا النوع وفق المصادر المدونة أسست في اليابان في ١٧٣٠م.[٩] في عام ١٨٤٨م أَسست هيئة التجارة في شيكاغو (Chicago Board of Trade) أولَ سوق منظمة للمستقبليات في الغرب.[١٠] ثم تتالت بعد ذلك الأسواق المستقبلية في أماكن أخرى من الولايات المتحدة وفي العالم. يتم تداول المستقبليات اليوم ليس على السلع فحسب، بل على كل ما يمكن تصوره، من الأسهم والسندات والعملات والمؤشرات والتقلبات وغيرها.

---

[٨] راجع **الموسوعة الفقهية**، "سلم".
[٩] Teweles and Jones (1987), p. 8.
[١٠] www.cbot.com (12.2005).

الاختيارات (Options)

من حيث المبدأ فإن اشتراط الخيار في العقد مقابل رسوم مالية ليس شيئاً جديداً. فالعربون عقد معروف قديماً، وقد ورد عن الخليفة عمر بن الخطاب (ت٢٣هـ) رضي الله عنه إقرار التعامل به قبل نحو ١٤٠٠ سنة.[١١] لكن العربون لم يكن يستخدم للمجازفة على الأسعار، بل كان يصدق عليه الوصف أنه "اختيار حقيقي" (real option).[١٢]

استخدام الاختيارات للمجازفة على الأسعار كان شائعاً في أمستردام في القرن السابع عشر الميلادي. في الولايات المتحدة ظهرت الاختيارات مع بداية ظهور الأسهم في أوائل القرن التاسع عشر.[١٣] كما تم استخدام اختيار الشراء واختيار البيع (put-call parity) في منتصف القرن التاسع عشر للالتفاف على قوانين الربا (usury laws) السائدة آنذاك،[١٤] حيث كان المقرض يشتري من المقترض أسهماً مع خيار الرد (put option)، ثم يبيعه خيار الشراء على الأسهم نفسها، وتكون الحصيلة قرضاً بفائدة.[١٥]

ظل تداول الاختيارات محدوداً إلى أن اكتشفت صيغة تسعير الاختيار في ١٩٧٥م، وهي السنة نفسها التي افتتح فيها سوق شيكاغو لتداول الاختيارات (Chicago Board of Options Exchange)، حيث أصبح خيار الشراء متداولاً

---

[١١] **الموسوعة الفقهية**، "بيع العربون."

[١٢] Al-Suwailem (1999).

[١٣] Sullivan (2005).

[١٤] Chance (1995).

[١٥] وهي تشبه إلى حد ما صيغة بيع الوفاء.

بدرجة كبيرة. أما خيار البيع (put option) فقد تأخر السماح به إلى عام ١٩٧٧م مع رقابة دقيقة من هيئة سوق المال الأمريكية.[١٦]

الجدل حول المشروعية

أثارت المشتقات، منذ أوائل ظهورها في القرن التاسع عشر في صورة المستقبليات والاختيارات، الكثير من الجدل حول مشروعيتها، ومدى الفرق بينها وبين الرهان والقمار الممنوع قانوناً. فالقانون كان ينص على أن العقود الآجلة التي لا يقصد أطرافها تسليم البدلين وإنما التسوية حسب فرق السعر، أنها غير نافذة لأنها من الرهان الممنوع قانوناً.[١٧]

وهذا ما جعل كثيراً من المحاكم الأمريكية تقضي ببطلان هذه العقود، بل وتهاجمها بشدة. في عام ١٨٨٨م، على سبيل المثال، سجلت إحدى المحاكم موقفها من المشتقات كما يلي:

"نحن نرى بوضوح أن التعامل في 'المستقبليات' أو 'الخيارات'، كما تسمى عادة، والتي تتم تسويتها على أساس تقلبات السوق، هو تعامل باطل في نظر القانون العام؛ حيث إنه، ضمن أسباب عدة، يتعارض مع السياسة العامة. إن هذا التعامل جريمة — جريمة بحق الدولة، جريمة بحق الرفاه العام وسعادة الناس، وجريمة بحق الدين والأخلاق، ثم إنه جريمة بحق كل المعاملات التجارية والاستثمارية المشروعة. وقد أصبح هذا النوع من القمار بالتأكيد خطيئة عامة، تتستر بالوجاهة والثروة والسلطة، لكنها لا تخضع لنظام، بل تتحدى القوانين

---

[١٦] www.cboe.com (3.2006) ; Sullivan (2005).

[١٧] Kreitner (2000), p. 1103.

السماوية والبشرية على السواء. وبسبب تأثيرها السلبي، انقلبت قوانين العرض والطلب، وأصبحت السوق تخضع لحجم الأموال التي يتحكم فيها المجازفون".[١٨]

وبالرغم من أنه لم تكن كل المحاكم تتبنى هذا الموقف، إلا أن الاتجاه العام في النصف الأول من القرن التاسع عشر كان على هذا النحو.[١٩] وفي كثير من الحالات كانت المحاكم تلجأ إلى ما سمي "اختبار النوايا"، أي النظر في الصفقة وما إذا كان الطرفان يقصدان التسليم، فيصبح العقد نافذاً، أو مجرد المراهنة على السعر ومن ثم التسوية على فروقات الأسعار، فيصبح العقد باطلاً.[٢٠]

وقد كانت هناك عدة محاولات لحضّ الكونجرس الأمريكي على إصدار تشريع بمنع المشتقات، وكان يقف وراءها في كثير من الحالات المزارعون الذين كانوا أكثر الفئات تضرراً من تقلبات السوق الناتجة عن المجازفات من خلال المشتقات.[٢١] في ١٨٩٠م علق أحد أعضاء الكونجرس على المشتقات بقوله:

"هؤلاء الذين يتعاملون في 'الخيارات' و'المستقبليات'، والتي لا تعدو أن تكون قماراً، مهما سُميت بأسماء أقل استفزازاً، لا يضيفون شيئاً للعرض ولا يشجعون الطلب على الاستهلاك، كما أنهم لا يحققون أي غرض نافع؛ بل على العكس يجازفون على منتجات وهمية. القمح الذين يتاجرون فيه يسمى 'قمح الريح'، ولا غرو؛ فهو غير مرئي وغير محسوس، ولا يُلمس أثره إلا في الآثار المدمرة التي يلحقها بالقطاع الزراعي في هذه البلاد".[٢٢]

---

[١٨] باختصار نقلاً عن: Kreitner (2000), p. 1110.

[١٩] Swan (2000), p. 219.

[٢٠] المصادر السابقة.

[٢١] Freeman (1993); Saber (1999*b*), pp. 201-202; Swan (2000), pp. 217, 245; Santos (2004).

[٢٢] Teweles and Jones (1987), p. 11.

وفي العصر الحاضر نجد رئيس لجنة المصارف في الكونغرس، هنري جونزالز في ١٩٩٣م، يصف التعامل بالمشتقات بقوله: "يمكن أن تطلق عليه ما شئت، ولكنه في كتابي يسمى قماراً".[٢٣]

وكثير من الولايات الأمريكية منعت المشتقات خلال القرن التاسع عشر، إلا أن المنع لم يستمر طويلاً.[٢٤] وبدا ظاهراً مع مرور الوقت أن الموقف المعارض للمشتقات بدأ يضعف، إلى أن تم إقرار التعامل بها في الأسواق المنظمة من خلال التشريعات التي أصدرها الكونجرس لتنظيم عمل هذه الأسواق بعد منتصف القرن العشرين. لكن هذا التشريع ليس مبنياً على أساس علمي أو معيار منهجي يفرق بين الرهان والقمار من جهة، وبين المخاطر التجارية المشروعة من جهة أخرى، كما يصرح بذلك أحد خبراء القانون، روي كرايتنر. كل ما هنالك أن القانون أقر التعايش مع هذه الأدوات دون ضابط منهجي. ولهذا فإن السماح بهذه العقود يقتصر نظرياً على الأسواق المنظمة، فإذا تعاقد شخصان عاديان خارج هذه الأسواق على مبادلة آجلة مع انتفاء قصد التسليم فإن القانون لا يزال يعتبر هذه المعاملة غير نافذة.[٢٥]

وهذا أيضاً ما حصل في بعض الدول الإسلامية التي تبنت الموقف القانوني من المشتقات. ففي مصر مثلاً كانت المستقبليات ممنوعة وفق القانون حتى عام ١٩٠٩م، حين سمح بتداولها في الأسواق المنظمة، لكنه ظل يعتبرها رهاناً إذا تمت خارج هذه الأسواق.[٢٦]

---

[٢٣] Steinherr (2000), p. 151.

[٢٤] Freeman (1993); Santos (2004).

[٢٥] Kreitner (2000), ftn. 28.

[٢٦] **الغرر وأثره في العقود**، ص٦١٩-٦٢٠.

الجدل الاقتصادي

وكما اختلف القانونيون في المشتقات، اختلف الاقتصاديون فيها أيضاً. فهناك من يدافع عنها ويرى أنها أدوات فعالة لتبادل المخاطر بصورة كفؤة ومن ثم تسهم في رفع الإنتاجية وتعزز مستوى الرفاه الاقتصادي. وهذا الموقف يتبناه عموماً الذين يؤمنون بكفاءة السوق، وأن ما يتراضى عليه الأطراف الاقتصادية فإنه من ثم يحقق المصلحة الكلية.[٢٧]

وفي المقابل يقف عدد من أبرز الاقتصاديين موقف الناقد المشكك من أثر المجازفات في الأداء الاقتصادي. ومن أوائل هؤلاء كينز الذي كتب ينتقد غلبة دور المجازفين في أسواق رأس المال، ويقول:

"قد لا يكون للمجازفين ضرر إذا كانوا مجرد فقاعة على تيار النشاط الاقتصادي. لكن الوضع يختلف إذا أصبح النشاط الاقتصادي هو نفسه مجرد فقاعة على دوامة المجازفات المالية. عندما يصبح بناء رأس المال في البلاد نتيجة جانبية لعمل الكازينو، فإن المهمة حرية بالإخفاق".[٢٨]

وبعده بنحو سبعين عاماً كتب موريس آليه، الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، ينتقد المجازفات في الأسواق المالية، ويصفها لذلك بأنها أشبه ما تكون "بكازينوهات قمار ضخمة".[٢٩] وهذا النقد الموجه للمجازفات يتوجه خصوصاً للمشتقات لأنها أهم وأبرز أدوات المجازفة كما هو معلوم. وفي حين يقر آليه بأهمية بيوع الآجال (forwards) لأغراض التحوط خاصة للسلع الحقيقية، فإنه

---

[٢٧] مثلاً: Financial Economists Roundtable (1994).

[٢٨] Keynes (1936), p. 159.

[٢٩] Allais (1993), p. 35.

يشكك في قيمة هذه العقود بالنسبة للأوراق المالية، كالأسهم والسندات. كما يقرر أن المجازفات على مؤشرات الأسعار يجب منعها.[٣٠]

ولا يقتصر النقد على الاقتصاديين، بل يتعداه إلى رجال المال والأعمال. ومن أبرز هؤلاء: وارن بافيت، ثاني أغنى رجل في العالم، وأشهر مستثمر في أسواق الأسهم الأمريكية. فقد عبر في أكثر من مناسبة عن نقده واستيائه من المشتقات المالية التي شبهها بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللاقتصاد عموماً"، وبأنها "أسلحة مالية للدمار للشامل". ويرى أن المشتقات يمكن أن تضاعف حجم المخاطر للمنشآت الاقتصادية وللسوق ككل، وأن "الصورة الإجمالية تبدو خطرة وتتجه نحو الأسوأ".[٣١]

ومن جهة أخرى نجد أن شركة جنرال إليكتريك، إحدى كبرى الشركات في الولايات المتحدة، تمتلك شركة تابعة تختص بالأنشطة المالية، جي إي كابتال، وهذه الأخيرة تفوق في حجم أصولها معظم المصارف الأمريكية. تنص الشركة في تقريرها عام ٢٠٠١م أنها لا هي ولا شركتها التابعة جي إي كابتال، "تضطلع بالمتاجرة في المشتقات أو في صناعة سوق المشتقات، ولا أي نوع آخر من المجازفات".[٣٢]

المشتقات وتوزيع المخاطر

يرى المدافعون عن المشتقات أنها وسيلة فعالة لتوزيع المخاطر المتعلقة بالإنتاج والتوزيع والنشاط الاقتصادي، بحيث تتمكن المؤسسات والشركات من تحقيق

[٣٠] Allais (1993), p. 37.
[٣١] Buffet (2002), pp. 13-15.
[٣٢] Partnoy (2003), p. 380.

أهدافها الإنتاجية بصورة أفضل وكفاءة أعلى، وهو ما يحقق مستوى رفاهية أفضل للاقتصاد عموماً. والمثال التقليدي لذلك هو المزارع الذي يتخوف من تقلبات أسعار المحصول بما قد يمنعه عن زراعة كميات كافية من المحصول. لكن مع وجود المستقبليات يمكنه التخلص من هذه المخاطر نقلها إلى من هو أقدر على تحملها، وهم المجازفون (speculators)، ومن ثم رفع مستوى الإنتاج بما يحقق درجة أعلى من الرفاه والرخاء الاقتصادي. فالمشتقات بناء على ذلك تعمل على توزيع المخاطر لكنها لا تنشئ مخاطر إضافية.[٣٣]

والمشتقات، وإن كانت صفرية على مستوى العقد، لكنها في نظر المدافعين عنها ترفع إنتاجية الشركات والمؤسسات إذا تغلبت على المخاطر، ومن ثم ستكون المحصلة النهائية إيجابية.

لكن المنتقدين للمشتقات يشيرون إلى جوانب أخرى يغفلها هذا التحليل.

القيمة المضافة للمشتقات

القول بأن الحصيلة النهائية للمشتقات إيجابية لأنها تسهم في رفع الإنتاجية ومن ثم الرخاء الاقتصادي يمكن أن يكون صحيحاً لو كانت المشتقات تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنشئ للثروة. لكن واقع الأمر أن حجم المشتقات تضاعف أكثر من ثلاث مرات خلال السنوات الماضية، حيث نما من أقل من ١٠٠ تريليون دولار في ١٩٩٨م إلى أكثر من ٣٣٠ تريليون في ٢٠٠٥م، كما سبق، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي.[٣٤] وهذا

---

[٣٣] Spence (1997).

[٣٤] انظر: LiPuma and Lee (2005) and Chorafas (2003), p. 144.

النمو لم يكن لمصلحة الاقتصاد الحقيقي، بل الجزء الأكبر منه (٩٧٪) لغرض المجازفات، كما تدل عليه الإحصائيات السابقة. وهذا يعني أن الجانب الصفري الذي تمثله المشتقات أصبح أكبر بكثير من الجانب الإيجابي المختص بالنشاط الحقيقي. وعليه فالمحصلة النهائية ليست إيجابية على كل تقدير.

والسبب في ذلك هو طبيعة المشتقات التي تفصل بين تبادل المخاطر وبين النشاط الحقيقي. هذا الفصل يجعل تبادل المخاطر لا يخضع للضوابط التي تحكم النشاط الحقيقي، ومن ثم لا يسير بموازاته ووفقاً لمقتضياته. وحيث إن تبادل المخاطر أقل انضباطاً بالقيود التي تحكم النشاط الحقيقي، فسينمو بمعدل أعلى من معدل نمو الثروة، وهذا هو الواقع كما سبق. ويترتب على ذلك انتقال رؤوس الأموال من المجال الحقيقي المنتج إلى مجال المجازفات الصفرية غير المنتجة، كما يترتب على ذلك بالضرورة ارتفاع درجة المخاطر لغلبة جانب المجازفة.

بين الرغبة والقدرة على تحمل المخاطر

وأما القول بأن المخاطر يتم نقلها إلى الطرف الأقدر على تحملها، فهو افتراض نظري بحت. فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطر وبين القدرة على ذلك. فالطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطر، لكن هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر بالفعل على تحملها، كما أشار لذلك ضمناً آلان جرينسبان، الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، حين قال: "إن رؤيتنا لاحتواء المخاطر قائمة على أساس نقل المخاطر إلى أولئك الذين لديهم الرغبة، ويفترض أن لديهم القدرة، على تحملها".[٣٥] وبطبيعة الحال فإن هذا

---

[٣٥] Greenspan (2002).

الافتراض لا يلزم تحققه بالضرورة، إذ يوجد من المجازفين من يملك الرغبة في تحمل المخاطر مع كونه الأقل قدرة على تحملها.

وحيث أن المشتقات تولد دخلاً حاضراً للطرف المجازف، فالحاجة الآنية للنقد قد تدفعه لتحمل مخاطر لا يستطيع احتمالها بسبب نقص السيولة. وتكون النتيجة هي أن الأقل قدرة هو الأكثر إصراراً على تحمل المخاطر، وهو ما يعرف بمشكلة الانتقاء العكسي (adverse selection). هذه المشكلة تؤدي إلى نقيض الهدف المعلن للمشتقات، وهو نقلها إلى الطرف الأقدر على تحملها. وكما هو كعلوم، فإن مشكلة الانتقاء العكسي، شأنها شأن مشكلة المخاطر الأخلاقية (moral hazard)، تنشأ في الأسواق التي يعتريها تفاوت المعلومات ونقص الكفاءة، وهذا هو الغالب على الأسواق، كما سيأتي.

الفصل بين المخاطر والملكية

تقوم فلسفة المشتقات على الفصل بين المخاطر وبين ملكية الأصول محل هذه المخاطر. وهذا هو السبب وراء تسميتها بالمشتقات، إذ هي مشتقة من الأصول لكنها لا تتضمن ملكيتها. هذا الفصل يؤدي إلى جملة من الآثار الاقتصادية التي تجعل المشتقات مصدراً للخطر بدل أن تكون وسيلة للتحوط.

وأول ما يترتب على الفصل هو مشكلة تفاوت المعلومات ومن ثم نقص الكفاءة. فالطرف الذي يملك الأصول أقدر بطبيعة الحال على التصرف فيها والتحكم في مخاطرتها، أما الطرف المجازف فهو يتحمل المخاطر دون أن يملك القدرة على التصرف بما يقلل مخاطر الأصول. مثال ذلك المشتقات التي تسمى "مقايضة مخاطر الإفلاس" (credit default swap)، التي تتيح للبنك أن يقايض

مخاطر إفلاس المقترضين لديه وينقلها لطرف آخر، وهو غالباً شركات التأمين. ولكن البنك بطبيعة الحال أقدر على متابعة المقترضين والتعرف على مخاطرهم من شركة التأمين، وهذا ما يجعل الطرف الآخر (شركة التأمين) أقل قدرة على التحكم في مخاطر المقترضين.[٣٦] كما أنه يجعل البنك أقل عناية في انتقاء المقترضين ومتابعتهم، وهي مشكلة المخاطر الأخلاقية المعروفة. وهذا يعني أن تبادل هذه المخاطر يجعلها أبعد عن السيطرة وأقرب إلى الارتفاع منها إلى الانخفاض.

هذه النتيجة تتأكد بالدراسات الكثيرة حول تفاوت المعلومات في أسواق رأس المال ونقص الكفاءة المترتب على ذلك. وقد بلغت أهمية هذه الدراسات أن منحت جائزة نوبل عام ٢٠٠١م لثلاثة من أبرز الاقتصاديين لقاء أبحاثهم المستفيضة على مدى نحو ثلاثين عاماً في هذا المجال.[٣٧] وقد أكد جوزيف ستيجليتز، أحد الذين فازوا بالجائزة، على الفجوة الكبيرة بين النظرية التقليدية للاقتصاد التي تفترض توافر المعلومات ومن ثم كفاءة السوق، وبين الواقع الذي يتأثر كثيراً بمشكلة المعلومات وتفاوتها، ومن ثم انخفاض كفاءة السوق وأدائها.[٣٨] وفلسفة المشتقات قائمة على افتراض كفاءة السوق وتماثل المعلومات، مما يجعل نقل المخاطر لا يتضمن أي آثار سلبية على الكفاءة. وإذا كان هذا الافتراض يصادم الأدلة المتوافرة على لاتماثل المعلومات، فإن تبادل المخاطر يقتضي بالضرورة اختلال أداء السوق وتشوه الأسعار، ومن ثم ارتفاع درجة المخاطر.

---

[٣٦] Partnoy (2003), pp. 380-381.

[٣٧] وهم: George Akerlof, Michael Spence, Joseph Stiglitz.

[٣٨] Stiglitz (2001).

تحول المخاطر إلى سلعة

فصل المخاطر عن الأصول يعني تحويلها إلى "سلعة" في نفسها.[٣٩] لكن هذه السلعة ليست من الطيبات التي يرغب في الحصول عليها، بل هي سلعة ضارة أشبه ما تكون بالنفايات السامة. من وجهة نظر المجتمع، فإن المخاطر يجب تقليلها إلى أدنى حد. ولكن إيجاد سوق خاص بالمخاطر يعني وجود من يربح من خلال المتاجرة بها. وإذا كان كذلك فإن من مصلحة هؤلاء توسع السوق ونموها لأن هذا يعني مزيداً من فرص الربح بالنسبة لهم. ولكن توسع السوق يقتضي مزيداً من المخاطر المتداولة، وهذا ينافي الهدف الأصلي وهو تقليل المخاطر وتخفيضها.

وكما أن النفايات السامة كثيراً ما ينتهي بها الحال أن تدفن في الدول الفقيرة والنامية، فإن المخاطر ينتهي بها الحال أن يدفع ثمنها الدول النامية، كما حصل في الأزمات المالية التي أصابت دول أمريكا اللاتينية ودول شرق آسيا. والمنطق نفسه ينطبق على البلد الواحد، حيث يدفع ثمن المخاطر في النهاية الجمهور من المتعاملين في الأسواق المالية.[٤٠] فتحويل المخاطر إلى سلعة يؤدي إلى زيادتها من جهة وسوء توزيعها من جهة أخرى.

المخاطر المصطنعة

إن فصل المخاطر عن الأصول الحقيقية وإعادة تركيبها بشتى أنواع الصور، كما هو الحال في المشتقات، يعني أن تركيبة المخاطر والعوائد التي تتضمنها هذه الأدوات تختلف جوهرياً عن تلك التي تتضمنها الأصول الحقيقية، كما تقرر

---

[٣٩] Steinherr (2000), p. 101.

[٤٠] Steinherr (2000), p. 91.

ذلك تمبل جوجيريل، عضو المجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوربي.[٤١] فهي في الحقيقة تركيبة مصطنعة يتم إنشاؤها بحسب رغبة المتعاملين في المشتقات. ولكن هذه التركيبة تعني بروز فرص للربحية (arbitrage opportunities) لا صلة لها بالاقتصاد الحقيقي. وهذا يعني أن رؤوس الأموال المخصصة لأسواق المشتقات تصبح معرضة لمخاطر لا صلة لها ابتداء بالنشاط الإنتاجي.

وحيث إن المجازفات الناشئة عن ذلك مآلها أن تؤثر بشكل أو بآخر في أسعار الأصول الحقيقة، فإن هذا التأثير يؤدي إلى اختلال فرص الاستثمار الحقيقي، لأن المجازفات نشأت من تركيبة للمخاطر والعوائد مستقلة ابتداء عن الأصول الحقيقية.

تفاقم المخاطر

إذا انفصلت المخاطر عن الأصول فليس هناك حدود لأنواع المخاطر التي يمكن المراهنة عليها. فهناك مشتقات تراهن على إتمام صفقة اندماج معينة، وأخرى على التصنيف الائتماني لشركة معينة، وغيرها تراهن على حالة الطقس في مدينة نيويورك خلال فترة محددة، ونحو ذلك. كما أن المشتقات يمكن أن تكون مشتقة من مشتقات أخرى، وليس مباشرة من أصول حقيقية. فهناك اختيارات على المستقبليات، ومستقبليات على الاختيارات، واختيارات على الاختيارات، إلخ.[٤٢] وكل هذه المشتقات المركبة يمكن أن تعتمد في النهاية على مؤشرات أسعار

---

[٤١] Tumpel-Gugerell (2003).

[٤٢] Saber (1999*b*), p. 122.

أو تقلبات أسواق معينة، دون أن تتضمن أي نوع من أنواع الملكية. وهذا يوضح إلى أي حد يمكن أن تتطور المشتقات بعيداً عن الاقتصاد الحقيقي.

وحيث إن الاقتصاد الحقيقي بطبيعة الحال أكثر تعقيداً وأكثر قيوداً من عالم المخاطر التجريدي، فإن أسواق المشتقات تنمو بمعدلات أعلى من تلك الخاصة بالأصول الحقيقية، كما تبين ذلك بوضوح الإحصائيات التي سبقت الإشارة إليها. إن هذا النمو بطبيعة الحال لا يتحقق إلا على حساب القطاع الإنتاجي، حيث تنتقل رؤوس الأموال والموارد من القطاع الحقيقي إلى قطاع المجازفات المالية البحتة. وفوق ذلك فإن هذه الموارد تصبح معرضة لمخاطر كان من الممكن اجتنابها من البداية. وقد أشار لورنس سامرز، وزير المالية الأسبق في الولايات المتحدة، إلى أن "إطلاق العنان للأسواق المالية لإشباع غريزة المقامرة يزيد من احتمالات وقوع الكارثة. وذلك أنه خلافاً لصالات القمار (الكازينو)، فإن الأسواق المالية لا يمكن فصلها عن العالم الخارجي، وعليه فإن الاقتصاد الحقيقي هو الذي سيدفع الثمن".[٤٣]

الزمن والمخاطرة

إن فصل المخاطرة عن الأصول الحقيقية يشبه إلى حد كبير فصل الزمن عن النشاط الحقيقي. فالزمن والمخاطرة متلازمان، بل هما وجهان لعملة واحدة.[٤٤] وإذا كان فصل المخاطر عن الأصول يتم من خلال المشتقات، فإن فصل الزمن عن النشاط الحقيقي يتم من خلال الفائدة. وكما أن فصل المخاطر يؤدي إلى

---

[٤٣] Summers and Summers (1989); al-Yousef (2005), p. 83.

[٤٤] Bernstein (1996), p. 15.

تضاعفها، فإن فصل الزمن يؤدي إلى تضاعف الديون وتضاعف الفائدة عليها. وكما أن الفائدة تجعل تكلفة التمويل أضعاف القيمة المضافة، فإن المشتقات تجعل تكلفة المخاطر أضعاف المخاطر الإنتاجية. وليس غريباً بعد ذلك أن يكون القرض بفائدة من أبرز العوامل المساعدة لنمو المجازفات والمقامرات المالية.[٤٥]

قانون الأعداد الكبيرة

من الممكن أن يقال إن اتساع نطاق المجازفة في سوق المشتقات يسهم في تنويع السوق وتحييد مخاطرها وتوفير السيولة للمتعاملين. وهذا قد يكون صحيحاً إذا كانت هذه المخاطر مستقلة عن بعضها، كما يتطلبه قانون الأعداد الكبيرة. ولكن إذا انتفى هذا الشرط، فإن المخاطر قد تتضاعف بدلاً من ذلك. وهذا ما نبه إليه كينيث آرو، الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، حين قال بشأن قانون الأعداد الكبيرة: "إذا كانت تنبؤات المجازفين تميل إلى أن تكون مترابطة، فإن هذا القانون، الذي يعتمد على استقلالية الأحداث العشوائية، قد لا يتحقق، ولذا فإن الوضع قد يكون في الواقع أسوأ مما هو عليه في غياب المجازفة".[٤٦]

وتحديد ما إذا كانت تصرفات المجازفين مترابطة أو مستقلة لا يمكن استنتاجه نظرياً، بل يتبين من خلال واقع الأسواق عبر التاريخ. والمراقبون يكاد يتفقون على أن الأسواق العالمية تتجه باطراد نحو الترابط أكثر بكثير مما كانت عليه في الماضي. وقد كان لأزمة شرق آسيا في ١٩٩٧م وأزمة السندات الروسية في ١٩٩٨م آثار ملموسة في الأسواق الغربية. والمشتقات بطبيعتها تؤدي إلى الربط بين

---

[٤٥] Chapra (2004).

[٤٦] Arrow (1971), p. 24.

الأسواق المختلفة بما يجعل التنبؤ بها من الصعوبة بمكان. وقد كان انهيار صندوق التحوط (لونج تيرم كابيتال) يشير بوضوح إلى كيف يمكن أن تتجه الأسواق المختلفة فجأة في الاتجاه نفسه وتسير على نمط واحد بعيداً عن مقتضى التوازن في الأسواق.[٤٧] فمخاطر المشتقات لا يمكن اعتبارها مستقلة بما يتطلبه قانون الأعداد الكبيرة.

ومما يؤكد ذلك ما يعرف بظاهرة "سلوك القطيع" (herding behavior) في الأسواق المالية.[٤٨] هذا السلوك ينتج عن مجموعة من العوامل المرتبطة بالمعلومات والميول النفسية، ويمكن أن يؤدي إلى فقاعات وانهيارات لا ترتبط بالعوامل الحقيقية للسوق. ولذا فإنه من الصعب اعتبار سلوك المجازفين مستقلاً، وهو ما يعني أن المجازفة أقرب إلى أن تجعل الوضع أسوأ مما هو عليه، كما أشار لذلك كين آرو.

المخاطرة الكلية

يحتج المدافعون عن المشتقات بأنها لا يمكن أن تجعل الاقتصاد في وضع أسوأ مما هو عليه، لأنها تقتصر على نقل المخاطر من طرف لآخر. فما يخسره أحدهما هو ما يكسبه الآخر، ولا يمكن من ثم أن تؤدي في المحصلة إلى خسارة صافية.[٤٩]

لكن المنتقدين في المقابل يشيرون إلى أن هذا التعليل لا يأخذ في الاعتبار أثر المبادلات الصفرية على الأداء الكلي. فالأنشطة الاقتصادية، خاصة إذا كانت مرفوعة بالائتمان (leveraged)، تنشئ شبكة من العلاقات المترابطة بين الوحدات

---

[٤٧] Lowenstein (2000), p. 144; Partnoy (2003), p. 259.

[٤٨] Shiller (2000); Sornette (2003).

[٤٩] Slutz (2004), p. 186.

الاقتصادية. هذه العلاقات تجعل انهيار إحدى هذه الوحدات قد يؤثر على غيرها حتى لو لم تكن على اتصال مباشر بالوحدة المنهارة. فشبكة العلاقات هذه تجعل الاقتصاد أكثر كفاءة لكن في الوقت نفسه أكثر عرضة للمخاطر.

وإذا كانت الأنشطة الاقتصادية أنشطة إيجابية مولدة للثروة، فإن الثروة الإضافية في الأحوال العادية يمكن أن تجبر المخاطر الإضافية الناشئة عن العلاقات المترابطة. وتكون النتيجة في هذه الحالة أن الاقتصاد يصبح أكثر كفاءة وأكثر استقراراً في آن معاً.

لكن إذا كانت الأنشطة الاقتصادية صفرية، فهي لا تنشئ ثروة إضافية بحسب التعريف. وهذا يعني أن الاقتصاد القائم على المبادلات الصفرية لا يملك من الثروة الإضافية ما يجبر ويعادل المخاطر الإضافية الناشئة بسبب ترابط العلاقات بين الوحدات الاقتصادية. وهذا يقتضي أن التعاملات الصفرية تجعل الاقتصاد أكثر خطراً وأقل استقراراً على المستوى الكلي.

كما أن الإحصائيات الدالة على تركز السوق في عدد قليل من البنوك والمؤسسات المالية يجعل السوق عالية المخاطرة، لأن أي انهيار لأحد هذه المؤسسات سيؤدي إلى كارثة من خلال تسلسل الإخفاق لمجموعة المتعاملين ومن ثم تضاعف حجم الخسارة بشكل كبير.[٥٠] فالنتيجة الطبيعية هي أن سوق المشتقات تؤدي إلى تركيز المخاطر بدلاً من تفتيتها، ومن ثم زيادة تقلبات الأسواق بدلاً من تخفيضها.

وهذه النتيجة يؤيدها إجمالاً واقع الأسواق المالية. فعندما أشرف صندوق لونج تيرم كابيتال على الانهيار في ١٩٩٨م، وكان حجم أصوله ١٠٠ مليار

[٥٠] Steinherr (2000), pp. 190-193; Tickell (2000), p. 91.

دولار، والقيمة الاسمية للمشتقات التي يتعامل بها أكثر من تريليون دولار، اضطر الاحتياطي الفيدرالي للتدخل لمنعه من السقوط خشية التأثير الذي قد يحدثه على الاقتصاد. وبحسب تصريحات مسؤولي الاحتياطي الفيدرالي، فإن انهيار الصندوق كان يمكن أن يؤدي إلى "أسوأ كارثة مالية خلال نصف قرن"، وأن تسييل الصندوق فجأة في أسواق مضطربة أساساً "من الممكن جداً أن يؤدي إلى تفاقم الاضطراب المالي حول العالم، مما قد يخلّ باقتصاديات دول عدة، بما في ذلك اقتصاد الولايات المتحدة".[٥١] فليس صحيحاً إذن الزعم أن خسائر المشتقات لا تتجاوز طرفي العقد، بل قد تصل إلى حد الإضرار باقتصاد دول بأكملها، بحجم اقتصاد الولايات المتحدة.

المعيار الصفري ومستوى المخاطر

وبالإضافة لما سبق، فإن المبادلات الصفرية والأنظمة الصفرية إجمالاً أكثر مخاطرة من الأنظمة الإيجابية، وذلك لما يلي:

١. النظام الصفري نظام نسبي، بمعنى أن سلوك الفرد أو العضو يعتمد بدرجة كبيرة على سلوك الآخرين أكثر من اعتماده على العوامل الخارجية المحددة لبناء الثروة. وإذا كان كل عضو يتأثر بدرجة كبيرة بالآخرين، والعكس صحيح، فإن هذا يؤدي إلى نشؤ ما يسمى حلقة تغذية عكسية (feedback loop) حيث يؤثر سلوك العضو على نفسه من خلال تأثره بسلوك الآخرين الذين هم بدورهم يتأثرون به. وبذلك تصبح السوق إجمالاً نظاماً غير مستقر وقد تتحول إلى نظام فوضوي (chaotic system) بسبب الاعتماد المفرط للنظام على العوامل الداخلية

---

[٥١] Partnoy (2003), p. 261.

(endogenous factors) أكثر من العوامل الخارجية (exogenous factors). وقد أكد هذا المعنى عدد من الخبراء والمسؤولين والباحثين.[٥٢]

٢. وحيث أن المشتقات بطبيعتها مبادلات صفرية، فهذا يعني أن أي تغير في قيمة الأصل سيؤدي بالضرورة إلى خسارة لأحد الطرفين. وإذا كانت السوق كلها كذلك، فالنتيجة أن أي تغير أو تذبذب في قيمة الأصل لا بد أن يؤدي إلى خسارة عدد غير قليل من المتعاملين. فسوق المشتقات أكثر تعرضاً للمخاطر بحسب التعريف.

ففي المستقبليات، على سبيل المثال، أي ارتفاع أو انخفاض في قيمة الأصل أو السلعة يسجل ربحاً لأحدهما وخسارة على الآخر. ولكن هذا غير صحيح بالنسبة للسلَم الذي يتم فيه تعجيل الثمن كاملاً عند التعاقد. ذلك أن تعجيل الثمن يسمح بانتفاع الطرفين، وهذا الانتفاع يجبر تقلبات سعر المسلم فيه، خاصة إذا كانت التقلبات ضمن حدود معينة.[٥٣] فالمشتري ينتفع بتخفيض الثمن مقابل التعجيل، وهذه المنفعة تجبر الانخفاض المحدود في قيمة السلعة. كما أن البائع ينتفع بقبض الثمن مقدماً، وهذا الانتفاع بدوره يجبر الارتفاع المحدود في قيمة المسلَم فيه عند حلول الأجل. أي أن تعجيل الثمن يمثل هامش أمان للطرفين ضمن حدود معينة. أما في المستقبليات، فإن أي تغير في السعر مهما كان حجمه سيكون ربحاً لأحدهما وخسارة على الآخر بالضرورة.[٥٤]

---

[٥٢] DeLong et al. (1990), Sornette (2003), Tumpel-Gugerell (2003), Mandelbrot and Hudson (2004), Bennett (2004).

[٥٣] سيأتي مناقشة التغيرات الكثيرة في الأسعار في عقد السلم في الفصل السابع.

[٥٤] Al-Suwailem (1999), pp. 84-85.

وفي الاختيارات (اختيار الشراء مثلاً – call option) تظهر المشكلة نفسها، حيث أن أي تغير في سعر الأصل سيمثل ربحاً لأحد الطرفين وخسارة للآخر. وفي المقابل فإن خيار الأسهم للموظفين (employee stock option) يسمح بانتفاع الطرفين، الشركة والموظف، لأن ارتفاع سعر السهم وإن كان في نفسه يمثل خسارة للشركة، لكنه ينتج غالباً عن حسن أداء الموظف، فتكون النتيجة ربح الطرفين معاً.

وفي المقابل فإن المشتقات تفصل عن عمد مبادلة المخاطر عن توليد الثروة وزيادة الإنتاجية. وسبق أن هذا الفصل يؤثر سلباً على الحوافز مما يؤدي في النهاية إلى نقيض الأهداف المعلنة للمشتقات.

٣. الطبيعة الصفرية لسوق المشتقات تجعله أشبه ما يكون بحرب مستمرة لا هوادة فيها بين أعضاء السوق. وهذا يعني أن احتمالات إخفاق أي عضو ستكون أكبر مما عليه الحال في الأسواق غير الصفرية. وذلك أن الإخفاق لا يكون متوقفاً على العوامل الخارجية فحسب، بل يسهم في ذلك أيضاً الأعضاء الآخرون بسبب التناقض والتنافر في المصالح بين الأعضاء. فخسارة أحدهم هي ربح بالضرورة لغيره، وكلما كان حجم الخسارة أكبر كلما كانت مصلحة الآخرين من الإخفاق أكبر. وهذا كان أحد عوامل انهيار صندوق لونج تيرم كابيتال في ١٩٩٨م. فبعد أزمة السندات الروسية عانى الصندوق من خسائر مالية، ولما علم المجازفون الآخرون بذلك اتجهوا للمراهنة ضد الصندوق ليحققوا أكبر مكاسب ممكنة.[٥٥] وسواء كان مقصودهم إضرار الصندوق أو تحقيق أرباحهم الخاصة،

---

[٥٥] Partnoy (2003), p. 260.

فالنتيجة واحدة في الحالين.[٥٦] وهذا يؤكد الطبيعة الصفرية للسوق التي تجعل خسارة طرف بالضرورة ربحاً للآخرين، مما يجعل احتمالات الإخفاق أكبر، ويجعل من ثم مخاطر السوق أكبر.

الطبيعة المزدوجة للمشتقات

إن المشتقات من حيث هي يمكن أن تستخدم في التحوط ويمكن أن تستخدم في المجازفة، وليس في طبيعتها ما يميز مقصود صاحبها من استخدامها.[٥٧] وقد أشار كين آرو إلى أن المشتقات وأدوات تخفيض المخاطر قد لا تستخدم دائماً لهذا الغرض، أي تخفيض المخاطر. "إنها محايدة ولكن الناس يقامرون بها". وهذا يعني أن "المجازفين يسهمون في زيادة المخاطر بدلاً من تخفيضها".[٥٨] وتؤكد هذا المعنى أيضاً تمبل جوجيريل من البنك المركزي الأوربي بقولها: "من المستحيل التمييز بين الصفقات التي في حقيقتها مراهنات بحتة وبين ما يهدف إلى توزيع الموارد ضمن عمليات الاقتصاد الحقيقي".[٥٩]

ولكن هذه الخاصية المزدوجة للمشتقات تجنح بصاحبها إلى المجازفة لأنها تتيح له الاسترباح من هذه الأدوات. ومع قوة الحافز للربح مقارنة بحافز التحوط، نجد كثيراً من الشركات التي تستخدم المشتقات للتحوط ينتهي بها الأمر إلى المجازفة، وقد أدى ذلك إلى تضرر قائمة طويلة من الشركات بسبب خسائر المجازفة.[٦٠] وقد عبر بعضهم عن ذلك بقوله: "يبدو أن معظم المزارعين يصبحون مجازفين بعد

---

[٥٦] Lowenstein (2000), p. 174.

[٥٧] Saber (1999*a*), p. 111.

[٥٨] Arrow (2003).

[٥٩] Tumpel-Gugerell (2003).

[٦٠] انظر مثلاً: Bernstein (1996) and Partnoy (2003).

سنتين أو نحوها من التحوط". [٦١] إن حافز الربح قوي بما يكفي أن يصبح ٩٧٪ من المشتقات تستخدم لغرض المجازفة. فمن هذا الجانب لا يمكن اعتبار المشتقات فعلاً محايدة.

حدود فعالية المشتقات

من المهم التأكيد بأن المشتقات، وإن استخدمت للتحوط، إلا أنها لا تخلو هي نفسها من المخاطر. فعقود المشتقات تتضمن التزامات، وكما هو الشأن في كل التزام، فإنه ينطوي على مخاطر متنوعة، مثل مخاطر الأداء والتسليم والتنفيذ إلخ. [٦٢]

بالإضافة إلى ذلك فإن المشتقات تتضمن عادة فقرة عن "القوة القاهرة" أو (force majeure) التي تتيح للطرف الملتزم التحلل من التزاماته عند حدوث أزمة أو كارثة تهدد الأسواق عامة. [٦٣] هذا ما قد يفسر عدم فعالية عقود التحوط عندما خفضت روسيا من قيمة الروبل وأعلنت "تعليق" سداد ديونها بالروبل في ١٩٩٨م. بالرغم من التحوط ضد الروبل إلا أن المستثمرين أصيبوا بخسائر فادحة، مما أدى إلى الفرار نحو الأصول الآمنة (flight to quality)، مثل سندات الحكومة الأمريكية، حيث لم تؤد عقود التحوط المأمول منها. هذا بدوره ساهم في تدهور صندوق لونج تيرم كابيتال، الذي كان يمثل انهياره تهديداً للأسواق

---

[٦١] Chance (2003).

[٦٢] انظر مثلاً: Banks (2004).

[٦٣] Steinherr (2000), pp. 89, 181.

العالمية إجمالاً. وعلى حد قول المصرفي ألفرد ستاينهرر: "التحوط قد يتبخر في حالات الاضطراب الحاد للأسواق".[٦٤]

يمكن استخدام المشتقات للتحوط ضد مخاطر محددة، لكن من المستحيل التحوط ضد كل المخاطر. "لا يوجد شركة على وجه الأرض تملك برنامج تحوط ١٠٠٪" كما يقول آلان كيسلر، نائب رئيس بنك جي بي مورغان للصرف الأجنبي.[٦٥]

وحيث إن المشتقات في الأسواق المنظمة يتم تقييمها يومياً (marked to market)، بحيث يجب على كل طرف دفع ما له أو عليه كل يوم، فهذا يعني أن الأرباح أو الخسائر يتم تسويتها أولاً بأول، بينما لا تظهر قيمة التحوط إلا باكتمال مدة العقد. وهذا يعني أن عقد التحوط ليكون مفيداً، يجب أن يكون لدى المستفيد القدرة على تحمل الخسائر الآنية لمدة غير قصيرة. وفي حالة نقص السيولة فالغالب أن العقد سيخفق في تحقيق هدفه.

كما أن المشتقات بطبيعتها مصممة للتعامل مع مخاطر ضمن حدود معلومة مسبقاً. أما المخاطر المفاجئة أو الطارئة، والتي غالباً ما تكون هي الأكثر تأثيراً، فمن المتعذر إمكانية التحوط ضدها.[٦٦] وهذا ما يجعل المشتقات يصدق عليها التشبيه بأنها "مظلة تعمل جيداً حال الصحو، لكنها تتعطل حال المطر".[٦٧]

---

[٦٤] Steinherr (2003), p. 199.

[٦٥] Sparks (2000).

[٦٦] Steinherr (2003), p. 104.

[٦٧] هذه العبارة استخدمها مارك توين في المصارف التي لا تقرض إلا حال الرخاء (انظر مثلاً: quotationspage.com; 12.2006)، لكنها تستخدم أيضاً في التأمين التجاري والتحوط التقليدي.

من يدفع في النهاية ثمن المخاطر؟

المشتقات بطبيعتها قائمة على الائتمان (leverage)، وهذا ما يجعل السوق المالية والاقتصاد عموماً هشاً ومهدداً بالتقلبات الاقتصادية، كما يشير لذلك آلان جرينسبان. ولهذا فهو يصرح بأن مخاطر النظام في هذه الحالة لا تقتصر مسؤوليتها على القطاع الخاص وحده. ويضيف:

"إن الرفع الائتماني (leveraging) يحمل دائماً معه احتمالاً ضئيلاً للتفاعل التسلسلي (chain reaction)، وهو سلسلة متتابعة من الإخفاقات تنتهي إلى انهيار مالي ما لم يتم تصحيح الوضع قبل ذلك. وحده البنك المركزي، بما له من صلاحيات غير محدودة لإصدار النقد، يستطيع إلى حد كبير منع هذه العملية قبل أن تصبح مدمرة".[٦٨]

وبناء على ذلك فهو يقرر أن مسؤولية الحالات الطارئة أو الحادة ستكون "موزعة بين القطاع الخاص والقطاع العام". وبعبارة أخرى، فإن الحكومات لا بد أن تتحمل في النهاية مخاطر المجازفين في الأسواق المالية. والواقع أن المجازفين لا يربحون من بعضهم بعضاً، لأن السوق صفرية ومتوسط الربحية بناء على ذلك صفر. "ما يجعل المجازفة عملية مربحة هو الأموال التي تدفعها الحكومات" كما يشير لذلك جوزيف ستيجليتز.[٦٩] ويعترف جرينسبان بالأثر السلبي الذي يورثه تدخل الحكومة، وهو ما يعبر عنه بالخطر الأخلاقي (moral hazard) الذي من شأنه أن يجعل الوضع الاقتصادي أكثر خطراً.[٧٠]

---

[٦٨] Greenspan (2003).

[٦٩] Stiglitz (2002), p. 198.

[٧٠] Lowenstein (2000), p. 230.

إن توزيع المخاطر على هذا النحو بين القطاع الخاص وبين القطاع العام يصدق عليه القول بأنه نظام "يخصخص الأرباح ويؤمم الخسائر".[٧١] وحيث إن الحكومات في النهاية تستمد مصادرها من الأفراد والمؤسسات الذين يسعون لتجنب المخاطر الاقتصادية، فإن هذا النظام يكافئ المجازفين ولكنه يعاقب الجمهور الذين يفترض أنهم قد نقلوا مخاطرهم إلى أولئك المجازفين. فبدلاً من أن يتحمل المجازفون مخاطر الأفراد والمؤسسات الإنتاجية، أصبح هؤلاء في النهاية هم الذين يتحملون مخاطر المجازفين التي تفوق بأضعاف المخاطر الاقتصادية التي يسعى الجمهور لاجتنابها.

الرابحون والخاسرون في سوق المشتقات

بالرغم من أن المشتقات مبادلات صفرية، بمعنى أن ما يخسره أحد الطرفين هو ما يربحه الآخر، إلا أن هذا لا يعني أن احتمالات الربح والخسارة متساوية. فقد دلت الدراسات الإحصائية للمستقبليات والاختيارات على أن احتمالات الخسارة تفوق بكثير احتمالات الربح. السبب يرجع إلى أن السوق مركزة في قلة من المؤسسات والبيوت المالية الضخمة، كما سبقت الإشارة إليه.

من هذه الدراسات تلك التي قام بها تيويلز وجونز، حيث قاما بمراجعة نحو ٤٦٠٠ حساب لدى أحد بيوت السمسرة الكبيرة في سوق المستقبليات، لمدة عشر سنوات ابتداء من ١٩٦٢م. وكانت النتائج "تؤكد ما توصلت إليه الدراسات السابقة من أن متوسط احتمال الربح للمجازف خلال أي سنة هو واحد من

---

[٧١] Stiglitz (2002), p. 209; Chorafas (2003), p. 135.

أربعة". ويقدر المؤلفان أنه من بين ٢٥٪ الذين يحققون الربح في سنة معينة، ٢٪ فقط يمكنهم تحقيق الربح باطراد في سنوات متتالية.[٧٢]

وبالنسبة لعقود الاختيارات، فقد قام جون سَما بدراسة سجلات بورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) المتعلقة بالاختيارات المنفذة (exercised) وتلك المنتهية (expired) للسنوات ١٩٩٧–١٩٩٩م. وأظهرت النتائج أن نسبة الاختيارات المنتهية فاقدة القيمة (out of the money) مقارنة بالاختيارات المنفذة موجبة القيمة (in the money) تعادل ٣ إلى ١، أو ما يعادل ٧٦٪ من مجموع الاختيارات. أي أن غالبية مشتري الخيارات يخسرون قيمة الاختيار عند حلول الأجل، وهو ما يعني أن بائعي الاختيارات يملكون فرصة أفضل من المشترين للربح من العقد.[٧٣] هذه النتائج تبين أن احتمالات الخسارة للمتاجرين في أسواق المستقبليات والاختيارات تعادل ثلاثة أضعاف احتمالات الربح، وهو ما يضيف بعداً آخر للمخاطرة في أسواق المشتقات.

أزمة المخاطرة

المناقشة السابقة لا تعني أن المشتقات تخلو من أي فائدة. فحتى الميسر نص القرآن على أن له منافع، كما قال ﷻ: ﴿يسألونك عن الخمر والميسر، قل فيهما إثم كبير ومنافع للناس وإثمهما أكبر من نفعهما﴾ (البقرة، ٢١٩). فالمشتقات تسمح بتحديد المخاطر وتبادلها، لكنها في الوقت نفسه تسمح بالمقامرة، وهو ما يجعلها تناقض الهدف الأساسي الذي وجدت من أجله. فهي يمكن أن تستخدم

---

٧٢ Teweles and Jones (1987), pp. 319-320.

٧٣ Summa (2003).

في تخفيض المخاطر، ويمكن أن تؤدي إلى زيادتها، كما أشار لذلك كين آرو.[٧٤] فالسؤال إذن: كيف يمكن تحقيق التحوط والإدارة الفعالة للمخاطر دون الوقوع في المجازفات الضارة بالنشاط الاقتصادي؟

إن هذه المشكلة لا تزال قائمة بالرغم من الاستعمال الواسع للمشتقات اليوم. وقد سبقت الإشارة إلى أن المستقبليات والاختيارات كانت تعد مخالفة للقانون العام، بينما هي الآن جزء من الأسواق المالية. إن هذه النقلة لم تحدث بسبب اكتشاف صيغة أو معيار يميز بين المخاطرة المقبولة للنشاط الاقتصادي وبين المراهنات الضارة والممنوعة قانوناً. ما حدث هو أن "قضية القمار تم ابتلاعها وتحييدها كما لو كانت قد حُلت، على الرغم من أنه لا توجد صيغة تميز بين المقامرة وبين توزيع المخاطر"، كما يقول القانوني روي كرايتنر.[٧٥]

الفصول التالية تسعى لاستكشاف المنهج الإسلامي لحل هذه المشكلة.

---

[٧٤] Arrow (2003).

[٧٥] Kreitner (2000), p. 1096.

(٤)

المنهج الإسلامي

قبل نحو ٧٠٠ سنة، كتب شيخ الإسلام ابن تيمية (ت ٧٢٨هـ) رحمه الله:

"الخطر خطران:

خطر التجارة، وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعها بربح، ويتوكل على الله في ذلك. فهذا لا بد منه للتجار، ...، وإن كان قد يخسر أحياناً، فالتجارة لا تكون إلا كذلك.

والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله".[1]

هذه العبارة تبين أن المخاطر نوعان:

١. نوع لا ينفك عن المبادلات والمعاملات الحقيقية المنتجة والمولدة للثروة.
٢. نوع يتضمن أكل المال بالباطل، وهو ما يتعلق بالمبادلات الصفرية غير المنتجة للثروة.

سنتناول النوع الأول في هذا الفصل، ونرجئ النوع الثاني للفصل الذي يليه.

---

[1] **تفسير آيات أشكلت**، ٢/٧٠٠-٧٠١.

الخطر في الاقتصاد الإسلامي

إذا عرّفنا الخطر بأنه احتمال وقوع الخسارة،[٢] فمن الواضح حينئذ أن الخطر غير مرغوب في الشريعة الإسلامية، لأنه تعريض للمال للتلف والضياع، وهو ينافي مقصد الشريعة من حفظ المال وتنميته. بل قد صرح القرافي رحمه الله أن الضمان، وهو من أبرز صور حفظ المال، مقصود للعقلاء.[٣]

وهذا الموقف من الخطر نظير موقف الشريعة الإسلامية من المشقّة، إذ هو نوعٌ منها.[٤] فبالرغم من أن كثيراً من الأعمال الفاضلة التي أمر بها الإسلام تتضمن قدراً من المشقة، فإن المشقة في نفسها غير مقصودة للشريعة الإسلامية،[٥] كما قال ﷻ: ما أنزلنا عليك القرآن لتشقى (طه، ٢)، وقال جل شأنه: وما جعل عليكم في الدين من حرج (الحج، ٧٨). ويوضح هذا المعنى شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله بقوله:

"قول بعض الناس: 'الأجر على قدر المشقة'، غير مستقيم على الإطلاق. ولو قيل: الأجر على قدر منفعة العمل وفائدته، لكان صحيحاً. فأما كونه مُشِقّاً فليس هو سبباً لفضل العمل ورجحانه. ولكن قد يكون العمل الفاضل مُشقاً، ففضله لمعنى غير مشقته. والصبر عليه مع المشقة يزيد ثوابه وأجره، فيزداد الثواب بالمشقة، لا لأن التعب والمشقة مقصود من العمل، ولكن لأن العمل مستلزم للمشقة والتعب".[٦]

---

[٢] هناك تعريفات أخرى للخطر، مثل معدل التغير أو التذبذب، لكن التعريف المذكور أقرب إلى مدلول الكلمة وأبعادها الاقتصادية.

[٣] **الذخيرة**، ٤٧٨/٥.

[٤] **الفروق**، ١١٨/١؛ **الموسوعة الفقهية**، "خطر".

[٥] **رفع الحرج**، ص١٣١-١٤٠.

[٦] **الفتاوى**، ٦٢٠/١٠-٦٢٢، باختصار يسير.

وليس في النصوص الشرعية الأمر بالتعرض للمخاطر، وإنما فيها اشتراط الضمان في الربح.[٧] والضمان هنا يعني تحمل مسؤولية المال، وهي مسؤولية تابعة للمِلكية وليست مستقلة عنها.[٨] فاشتراط الضمان اشتراط لتحمل المسؤولية الناشئة عن الملكية، وهو مدلول الحديث النبوي: "الخراج بالضمان" الذي اتفق الفقهاء على قبوله والأخذ به.[٩] فالمسؤولية هي المقصودة لأنها تحقق التوازن بين الحقوق والواجبات وتوجه الحوافز لتحقيق القيمة المضافة في النشاط الاقتصادي، لكن ليس المقصود هو التعرض للمخاطرة. فالمخاطرة هنا تابعة للنشاط الحقيقي المنتج لأنها تابعة للملكية، وليست مستقلة بحيث تصبح هدفاً في ذاتها. أما الضمان المستقل عن الملكية فلا تجوز المعاوضة عليه، لأنه غرر بإجماع الفقهاء.[١٠]

فالمخاطرة المقبولة هي التي تتبع النشاط الاقتصادي الذي يولد الثروة، بخلاف المخاطرة التي لا تولد الثروة فإنها ضارة بالنشاط الاقتصادي. وهذا فرق جوهري بين المخاطرة المقبولة وتلك الممنوعة في الاقتصاد الإسلامي.

حدود المخاطر

لا تنفك الحياة الإنسانية عموماً عن المخاطر. ويدرك الاقتصاديون أن المخاطر ذات أثر مهم في توجيه الحوافز،[١١] وأن تحمل المخاطر ضروري للنمو والابتكار

---

[٧] حديث: "لا يحل سلف وبيع، ولا شرطان في بيع، ولا ربح ما لم يضمن، ولا بيع ما ليس عندك"، رواه أحمد وأصحاب السنن. **صحيح الجامع** (٧٦٤٤).

[٨] **أصول الاقتصاد الإسلامي**، ص٢١٨-٢٢١؛ **الميسر والقمار**، ص٣٦.

[٩] **جمهرة القواعد الفقهية** ١٨٣/١-١٨٤، والحديث رواه أحمد وأصحاب السنن. **صحيح الجامع** (٤١٧٩).

[١٠] **البيان والتحصيل**، ٢٢٧/٧.

[١١] Arrow (1971), pp. 138, 143.

والازدهار.[١٢] لكن الجميع يدرك أيضاً أن المخاطر يمكن أن تثبط الاستثمار وتعيق الإنتاج. وهذا يعني أن للمخاطر طرفين: طرف ضروري للنمو الاقتصادي، وطرف ضار ومثبط للنشاط الاقتصادي.

وهذان الطرفان يقابلهما طرفان في الميول النفسية نحو المخاطر: روح الإقدام والمغامرة من جهة، والحذر وكراهة الخطر من جهة أخرى. ولذلك لاحظ الاقتصاديون اجتماع نوعين متقابلين من السلوك لدى كثير من الأفراد: التأمين والمقامرة. فشراء وثيقة التأمين يعني كراهة المخاطرة، بينما شراء تذكرة اليانصيب يدل على الرغبة فيها. وبالرغم من محاولات تفسير اجتماع هذين النمطين المتنافرين من السلوك،[١٣] إلا أن القضية لا تزال محل بحث. لكن من المؤكد أن هناك علاقة بين هذين النوعين من الميول وبين نوعي الخطر المشار إليهما.

ونجد في المقابل نوعين من الضوابط في الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالمخاطر: تحريم الربا وربح ما لم يُضمن من جهة، وتحريم القمار والميسر من جهة أخرى. فتحريم الربا يستلزم تحمل الحد الأدنى من المخاطر التي لا يمكن أن ينفك عنها النشاط الاقتصادي ولا يتحقق النمو والازدهار إلا بها. أما تحريم القمار والميسر فهو منع للمخاطر الضارة بالنشاط الاقتصادي.

والفرق بين هذين النوعين يتركز حول المِلكية. فالضمان الذي اشترطه النبي ﷺ يتعلق بالملكية، كما سبق، أما الميسر فهو تحمل مخاطر مستقلة عن الملكية. وهذا الفرق مع كونه يلائم الأحكام الشرعية، فهو يلائم الحوافز والآثار الاقتصادية كذلك. فالمخاطر المقترنة بالملكية تحفز على حفظ المال وتنميته،

---

[١٢] Bernstein (1996), p. 328; Köhler (2004).

[١٣] Arrow (1971), pp. 22, 29; Shapira (1995), p. 11.

وبذلك تصبح كراهة المخاطر سبباً في بناء الثروة. وفي المقابل فإن اشتراط ثبوت الملكية لأجل الحصول على الربح يوجه روح المغامرة نحو النشاط الإيجابي وتحقيق القيمة المضافة. فالملكية تمثل محور اتزان بين الميل للمغامرة وبين كراهة الخطر، وتوجه كلاً منهما نحو بناء الثروة والقيمة المضافة، وهو ما يحقق النمو والاستقرار الاقتصادي معاً.

وهذا يبين الوظيفة الاقتصادية للملكية في تحقيق التوازن بين الميول المتعلقة بالمخاطر ضمن دائرة النشاط الربحي.[١٤] ويعترف الاقتصاديون بأن محاولة فصل المخاطر عن الملكية تؤدي إلى مخاطر أخلاقية (moral hazard) ربما تجعل الوضع أسوأ مما كان عليه بسبب تنافر المصالح واختلال الحوافز. كما أن السماح بالحصول على الربح قبل ثبوت الملكية المستلزمة للضمان يؤدي إلى غلبة المجازفات الضارة على النشاط الاقتصادي، كما هو حاصل بأوضح صورة في المشتقات. فاختلال علاقة المخاطر بالملكية يؤدي إلى غياب التوازن المثالي بين كراهة المخاطر وبين روح المغامرة. فالإفراط في أحد هذين الجانبين سيؤدي إلى إفراط مقابل في الجانب الآخر، وهذا يؤكد أن غياب عنصر الملكية في توازن تفضيلات المخاطر سيؤدي إلى تفاقم المخاطر وليس انحسارها.

وقد سبقت الشريعة الإسلامية في إرساء أسس العلاقة بين المخاطر والملكية من خلال قاعدة الخراج بالضمان. كما أنها بتحريم الربا والميسر تكون قد رسمت الحدود العامة للمخاطر المقبولة والممنوعة، وميّزَت بوضوح بين المخاطر اللازمة للنمو الاقتصادي وتلك المنافية له. فالربا تجريد للملكية عن المخاطر، والميسر

[١٤] حول أهمية الملكية في النشاط الاقتصادي، انظر: Gates (1998). والدراسات التجريبية توضح أثر الملكية (endowment effect) في السلوك. انظر مثلاً: Camerer (1995), pp. 665-670.

تجريد للمخاطر عن الملكية، وهما متلازمان بطبيعة الحال. ولذلك لم يكن غريباً أن يكون الربا والميسر هما أصول المبادلات المحرمة، كما سنرى لاحقاً.

وهذان النوعان من المخاطر هما اللذان أشار إليها ابن تيمية رحمه الله في النص المذكور أول الفصل. فالمخاطر المرتبطة بالتجارة هي مخاطر الملكية التي لا ينفك عنها النشاط الاقتصادي. أما المخاطر التي تؤدي إلى المبادلات الصفرية، أو أكل المال بالباطل، فهي مخاطر في حقيقتها مستقلة عن الملكية. وسنرى في الفصل القادم إن شاء الله علاقة المخاطر بالمبادلات الصفرية.

التَحَوّط

مصطلح التَحَوُّط (hedging) يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها. وهناك من يفرق بين التحوط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح.[١٥] لكننا سنستخدم المصطلح بالمعنى العام، دون تحديد كيفية تطبيقه.

فالتحوط بهذا المعنى، وهو تجنب المخاطر قدر الإمكان، يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأهدافها، ولا ينبغي أن يكون محل إشكال من هذا الجانب. إنما تظهر الإشكالات في الوسائل أو الأدوات المستخدمة لتحقيق هذا الهدف. فإذا كانت الوسائل المستخدمة تتضمن القمار والميسر فهي محرمة وإن كانت الغاية المرادة منها مشروعة. فالغاية لا تبرر الوسيلة. وذلك أن الوسيلة المحرمة مآلها أن تفضي إلى نتائج ضارة تنافي الغاية التي استُخدمت لأجلها.

---

[١٥] Bodie and Merton (1998), pp. 224-225.

ومنهج الشريعة الإسلامية هو ربط المخاطر بالملكية ومن ثم النشاط الحقيقي المولد للثروة. فالتحوط يكون مقبولاً طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي، وهذا ما يضمن أن يكون تبادل المخاطر ملازماً لتوليد الثروة. وبذلك يمكن تحقيق إيجابيات توزيع المخاطر دون الوقوع في سلبيات المجازفة التي تؤدي إليها المشتقات.

المخاطرة المقبولة

تناول الفقهاء الشروط اللازمة للغرر المغتفر، وهي التي يتحدد في ضوئها شروط المخاطرة المقبولة. وتتلخص هذه الشروط فيما يلي:[١٦]

١. أنه لا يمكن التحرز منها.
٢. أن تكون يسيرة.
٣. أن تكون غير مقصودة.

الشرط الأول يستلزم أن تكون المخاطر من النوع الملازم للنشاط الحقيقي المولد للثروة، بحيث يتعذر تحقيق مصلحة التبادل دون احتمال هذه المخاطر. ولذلك اشترط الفقهاء أن يكون العقد مما تدعو إليه الحاجة ليكون الغرر مغتفراً. وهذه المخاطر هي التابعة للملكية، كما سبق.

الشرط الثاني يقتضي أن يكون احتمال الخسارة قليلاً أو منخفضاً. وقد نص الفقهاء على أن الغرر الممنوع هو ما كان احتمال السلامة منه أقل من احتمال الهلاك، كما سيأتي. وأشار لذلك شيخ الإسلام في عبارته حين قال: "وإن كان

[١٦] **الغرر وأثره في العقود**، ص٥٨٧-٦١٢؛ "حكم الشريعة الإسلامية في التأمين"، ص٤٦٤-٤٦٩.

قد يخسر أحياناً" ، أي أن الخسارة قليلة الوقوع. وسنرى لاحقاً أثر هذا الشرط في تمييز موقف الاقتصاد الإسلامي عن المدارس الاقتصادية التقليدية.

الشرط الثالث ناتج عن الشرطين الأولين. فالهدف من النشاط الاقتصادي هو القيمة التي يولدها وليس المخاطرة التي يستلزمها. فإذا كانت المخاطرة تابعة للنشاط الحقيقي وكانت يسيرة، فستكون بطبيعة الحال غير مقصودة.

تبعية المخاطرة

إن اشتراط كون المخاطرة لا يمكن التحرز منها يتضمن ضرورة تبعية المخاطرة للنشاط الحقيقي المولد للثروة. وكما تبين من المناقشة في الفصل الماضي، فإن فصل الخطر عن الملكية ومن ثم عن التبادل الحقيقي يؤدي إلى مزيد من المخاطر واضطراب الأسواق.

ولهذا السبب فإن المعاوضة على الخطر مجرداً، وهي التي يسميها الفقهاء: المعاوضة على الضمان بثمن، ممنوعة بالإجماع، لكونها من الغرر المحرم شرعاً، كما سبق. ونظير ذلك المعاوضة على الزمن أو الأجل استقلالاً، فهي أيضاً ممنوعة بالإجماع لأنها من الربا المحرم بالنص. وكما سبق، فإن الضمان والأجل في واقع الأمر وجهان لعملة واحدة، فتحريم استقلال الأجل بالمعاوضة يستلزم تحريم استقلال الضمان بالمعاوضة كذلك.[١٧] فالربا والغرر متلازمان في النهاية، وتحريم أحدهما يستلزم تحريم الآخر، وهذا من شواهد كمال الشريعة الإسلامية وعصمتها من التناقض.

---

[١٧] "عقد الكالئ بالكالئ"، ص٥٤-٥٥.

وموقف الشريعة من اشتراط تبعية المخاطرة يتفق تماماً مع طبيعة الخطر وحقيقته. فالخطر مفهوم احتمالي وهو ناتج عن جهل الإنسان وقصور علمه بحقائق الواقع. وإلا فإن الخسارة إما أن توجد أو لا توجد، ولا واسطة بين الأمرين. فالكون لا مجال فيه للتردد والاحتمال: إنا كل شئ خلقناه بقدر (القمر، ٤٩)، وكل شئ عنده بمقدار (الرعد، ٨). وإنما يوجد التردد والاحتمال في الذهن البشري بسبب الجهل والعجز عن الإحاطة بالحقائق الكونية. وقد أشار لذلك الفيزيائي المعروف آلبرت آينشتاين حين قال: "إن الرب تعالى لا يلعب النرد"،[١٨] يريد انتفاء العشوائية من الكون. فالخطر مفهوم مجرد لا يوجد إلا في الأذهان ولا يمكن أن يوجد في الأعيان.[١٩]

وإذا كان الخطر لا يوجد خارج الذهن البشري فمن المتعذر أن تتم مبادلته. فما يتم تبادله فعلاً وواقعاً هو النقد بالنقد، كما هو واضح في عقود المشتقات وعقود التأمين التجاري.[٢٠] ونظراً لأن العوضين غير متساويين، فإن صافي العقد ينتهي إلى دفع نقد دون مقابل، فيكون من أكل المال بالباطل، أو مبادلة صفرية بحسب الاصطلاح الاقتصادي.

والزمن هو الوجه الآخر للخطر. فالزمن في المجال الاقتصادي يراد به فرصة تحقيق الربح ونمو الثروة. وإذا كان الخطر يعني احتمال وقوع الخسارة، فإن الزمن يعني احتمال تحقيق الربح. فهما في الحقيقة وجهان لعملة واحدة، وكلاهما قائم على مبدأ الاحتمالات التي لا توجد إلا في الذهن البشري. ولذا لم يكن غريباً

---

[١٨] "God doesn't play dice"; Pais (1982), p. 440.

[١٩] "وقفات في قضية التأمين"، ص١٣-١٤.

[٢٠] وقد صرح بذلك كين آرو بخصوص التأمين: Arrow (1971), p. 134.

موقف الشريعة الإسلامية من منع المعاوضة استقلالاً على الزمن وعلى الخطر، فالأول هو الربا والثاني هو الغرر، وكلاهما محرم شرعاً.

وهذه النتيجة لا تتعارض مع المعاوضة على الحقوق المالية، مثل حق التأليف والنشر والابتكار، وكذلك التراخيص القانونية بإنشاء أو مزاولة أعمال محددة.[٢١] فهذه الحقوق بدورها مفاهيم توجد في الأذهان، ولكن موضوع هذه الحقوق الذي تتعلق به، وهو الكتب والمؤلفات والمبتكرات والصناعات والمنشآت، يمكن أن يوجد في الخارج دون أن تزول هذه الحقوق أو تتلاشى، بل تزداد قيمتها بذلك غالباً. فلا تعارض بالنسبة لهذه الحقوق بين ما في الأذهان وما في الأعيان. أما الخطر فإنه يتلاشى ويضمحل بمجرد تعيّن أحد الاحتمالات وحصوله في الخارج. فالخطر مفهوم ذهني يتعارض ويتنافى مع ما في الخارج ولا يمكن أن يجتمعا معاً، بخلاف الحقوق وموضوعها فاجتماعُهما ممكن، بل هو الهدف من إنشاء هذه الحقوق.[٢٢]

ومن هذا الباب بيع الموصوف في الذمة الذي لا يوجد حين التعاقد في الخارج. فالموصوف في الذمة دَين والدَين بطبيعته لا يوجد في الأعيان بل يوجد في الأذهان.[٢٣] لكنه لا يتنافى ولا يتناقض مع الأعيان الموجودة في الخارج إذا كانت مطابقة للوصف المحدد، لأن المقيد صورة من صور المطلق، والمطلق جزءٌ من المعين.[٢٤] أما الخطر فهو ينافي ما يوجد في الخارج ابتداء، لأنه إذا تعين أحد الاحتمالات انتفى الباقي بالضرورة وزال من ثم مفهوم الخطر أساساً.

---

[٢١] وصدر قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (٥) بجوازها.

[٢٢] ولذا فإن المعاوضة على هذه الحقوق لا تنتهي إلى نقد بنقد، كما هو الحال في المعاوضة على الخطر.

[٢٣] **بيان الدليل**، ص٣١٠.

[٢٤] **الرد على المنطقيين**، ص٨٤-٨٥.

احتمال الإخفاق

الشرط الثاني من شروط الغرر المغتفر يتعلق بدرجة احتمال الخسارة أو الإخفاق. وقد صرح الفقهاء بأن الغرر الممنوع شرعاً هو "الخطر الذي استوى فيه طرف الوجود والعدم"، أو "ما تردد بين أمرين أغلبهما أخوفهما".[٢٥] فالعبارة الأولى تدل على أن احتمال الخسارة يساوي احتمال الكسب، والثانية تدل على أن احتمال الخسارة أكبر. ومجموع الأمرين يقتضي أن احتمال الخسارة يجب أن يكون أقل من احتمال الكسب لتكون المخاطرة مقبولة شرعاً.

وهذا الشرط لا يتوافق مع أساليب القرار في ظروف اللايقين الشائعة في الدراسات المعاصرة، ومن أشهرها قاعدة المنفعة المتوقعة (expected utility)، حيث يتم التوصل للقرار من خلال حساب القيمة المتوقعة للمنفعة، وهي حاصل ضرب المنفعة في احتمال وقوعها. فإذا كانت النتيجة لا تقل عن التكلفة كان القرار مقبولاً. وهذا الأسلوب لا يميز بين الغالب من الاحتمالات هل هو الكسب أو الخسارة. وأوضح مثال لذلك هو اليانصيب.

ففي اليانصيب يشتري الشخص تذكرة بدولار مثلاً أملاً في أن يفوز بجائزة مقدارها مليون دولار. مع افتراض إغفال تكاليف الإدارة، فاحتمال الفوز بالجائزة هو واحد في المليون. وبحساب القيمة المتوقعة للمنفعة من شراء التذكرة نجد أنها تساوي الواحد (حاصل ضرب المليون في ١ من مليون)، وهي لا تقل عن التكلفة، فيكون قرار الشراء مقبولاً.

هذه النتيجة بطبيعة الحال تنافي حقيقة أن احتمال الفوز ضئيل جداً إلى حد أنه يستحق الإهمال. فقرار الإقدام على اليانصيب والحال هذه تعلق بالوهم البعيد

---

[٢٥] **الغرر وأثره في العقود**، ص٢٨-٣٢.

والأماني الزائفة، وإلا فإن العاقل لا يتوجه قصده إلى المشكوك فيه أو الموهوم، بل إلى الغالب، كما يقرر العز بن عبد السلام (ت٦٦٠هـ) رحمه الله.[٢٦] وهذا هو مضمون قاعدة "اليقين لا يزول بالشك" التي تقتضي أن الحكم لا يبنى على الشك فضلاً عن الوهم، بل على الراجح الغالب.[٢٧] ولهذا فإن الإقدام على الميسر ينافي السلوك العقلاني، ويصدق عليه وصف "الغرر" لأن صاحبه يتعلق باحتمال ضعيف جداً بسبب حجم الجائزة الكبير. فحجم الجائزة هو الذي يَغُرّ الشخص ويُغريه للإقدام على هذا العمل بالرغم من أن احتمال الخسارة هو الأغلب بما لا يقارن مع احتمال الفوز.[٢٨]

السببية

إن اشتراط غلبة احتمال الكسب يتفق مع القول إن القرار يؤدي إلى الكسب أو سبب للحصول عليه. فالسبب هو ما يؤدي غالباً إلى حصول النتيجة، ولا يلزم أن يكون ذلك على وجه القطع. بل إن السبب بطبيعته لا يستقل بتحقيق المسبب، بل لا بد من تحقق الشروط وانتفاء الموانع.[٢٩] وهذا يعني أن مخاطر الإخفاق تظل قائمة حتى مع وجود السبب.

والمسلم مأمور بفعل الأسباب التي يغلب على الظن أنها تحقق مطلوبه، ثم يتوكل على الله تعالى فيما وراء ذلك، كما قال النبي ﷺ: "اعقلها وتوكل".[٣٠] ومن هنا تظهر أهمية التوكل وعلاقته بالأسباب. فالسبب يؤدي غالباً لحصول

---

[٢٦] **القواعد الكبرى،** ٣٢٤/١، و٢١٨/٢، ٣٠٠؛ وانظر **الفتاوى،** ٢٨٧/١٤-٢٨٨، و١٢٧/١٥.

[٢٧] **قاعدة اليقين لا يزول بالشك،** ص٤٤-٤٥.

[٢٨] Al-Suwailem (2002).

[٢٩] **الفتاوى،** ١٣٧/١، و٣٣١/١٠؛ **التوكل على ا تعالى،** ص١٨٩.

[٣٠] رواه الترمذي. **صحيح الجامع** (١٠٦٨).

المقصود، لكنه لا ينفي احتمال عدم الحصول، بل لا يزال خطر عدم الحصول قائماً وإن كان مرجوحاً. ولذلك لا بد من التوكل للتوقي من هذا الخطر المرجوح. أما إذا كان الخطر هو الأرجح فالإقدام حينئذ يصبح سبباً للخسارة ومنافياً لأوامر الشرع. فالتوكل في الحقيقة مكمّلٌ للأخذ بالأسباب وليس بديلاً عنه، ومجموع الأمرين هو القرار الرشيد.

وهذا ما يميز الرجاء المحمود عن التمني المذموم. فالرجاء توقّع ما يترجح حصوله لوجود أسبابه، أما التمني فهو توقع ما يترجح عدمُه لغياب أسباب وجوده. ولهذا ذم الله تعالى التمني وأثنى على الرجاء، لأن الرجاء ثمرة فعل الأسباب، بخلاف التمني فهو قائم على الوهم والأمل الخادع دون فعل الأسباب.[٣١]

الاستثمار والقمار

وهذه القاعدة هي التي تميز الاستثمار عن القمار. ومحور الفرق بينهما هو الثقة بنجاح المشروع وتحقق العائد. فالمستثمر هو من يوظف ماله في مشروع يعتقد ويغلب على ظنه احتمال نجاحه. أما المقامر فهو يعلم مسبقاً أن احتمال الإخفاق والخسارة أكبر من احتمال النجاح، لكن يَغُرّه مقدار العائد لاقتحام المشروع.[٣٢] والقرار الذي يؤدي غالباً للخسارة يُعدّ سبباً للخسارة ولا يمكن أن يكون سبباً للكسب. والإسلام يأمر بأخذ أسباب الكسب والنجاح وينهى عن أسباب الخسارة والإخفاق.

---

[٣١] **مدارج السالكين**، ٣٥/١؛ **طريق الوصول**، ص٢٩٨.

[٣٢] سيأتي في الفصل القادم تحديد أدق لمفهوم المقامرة والمجازفة.

وفي المقابل نجد أن قاعدة المنفعة المتوقعة لا تفرق بين السبب وعدمه. فالقاعدة تخلط احتمال حدوث النتيجة مع حجم الجائزة، ويعتمد القرار على الحصيلة النهائية. ولا تعطي القاعدة اعتباراً إلى كيفية الوصول للنتيجة، هل كانت بطريقة منهجية أم بضربة حظ. وهذه ليست الطريقة التي يلجأ إليها العقلاء لتقييم قراراتهم، ولهذا كانت محل انتقاد من الاقتصاديين قبل غيرهم. ووفقاً لما ذكره بن نير وبوتيرمان: "يهتم الأفراد بالطريقة التي يتصرفون بها هم والآخرون، بما في ذلك الطرق التي يحققون من خلالها أهدافهم الخاصة. والشيء غير المألوف هو الشخص الذي لا يبالي بما إن كان قد حصل على كسبه بعمل جادّ أو من الحظ الأعمى، أو ما إذا كان ذلك بمخادعة الآخرين أو بمعاملتهم بعدل وأمانة".[٣٣]

القرار في بيئة لايقينية

الأساليب التقليدية لاتخاذ القرار في ظروف اللايقين، كما سبق، لا تميز بين ما يغلب عليه النجاح أو يغلب عليه الإخفاق. ولهذا فهي في الحقيقة لا تميز بين مفهوم الاستثمار وبين مفهوم القمار. بل واقع الأمر أن غالبية مراجع الاقتصاد الجزئي تجعل القرار في ظروف اللايقين لا يعدو أن يكون اختياراً بين أنواع مختلفة من اليانصيب.[٣٤] فالصيغة النموذجية للاختيار هي المقامرة، وهو الأساس الذي تبنى عليه نظرية القرار في ظروف اللايقين. وهذا مع منافاته لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، فإنه ينافي أيضاً واقع آليات اتخاذ القرار لدى المؤسسات والشركات ورجال الأعمال.

---

[٣٣] Ben-Ner and Putterman (1998), p. 20.

[٣٤] مثلاً: Jehle (1990), Varian (1992).

فقد أُجريت عدة دراسات حول كيفية اتخاذ المدراء للقرار في ظروف لايقينية، وكانت النتيجة أن المدراء لا يأخذون الخطر مسلماً بل يفعلون ما بوسعهم لتلافي الأخطاء والنتائج السلبية "ليكونوا على ثقة من تحقق النجاح".[٣٥] ولهذا انتقدت هذه الدراسات النموذج الشائع في المراجع التقليدية للقرار القائم على المقامرة، وبينت أنه ينافي الواقع الفعلي لأصحاب القرار في عالم الأعمال. ويعلق على ذلك جيمس مارش، أستاذ نظرية القرار في جامعة ستانفورد، بقوله:

"رغم أن نظريات الاختيار تميل إلى معاملة المقامرة على أنها الوضع النموذجي لاتخاذ القرار في ظروف المخاطرة، إلا أن متخذي القرارات يفرقون بين 'تحمل المخاطر' وبين المقامرة. فبينما يتعين عليهم تحمل المخاطر، فإنهم لا يقامرون أبداً. وهم يستجيبون للمتغيرات من خلال المحاولة الفاعلة لتفادي هذه المتغيرات أو السيطرة عليها بدلاً عن معاملتها من خلال المفاضلة بين القيم المتوقعة من القرار".[٣٦]

آلية القرار القائم على السببية

إذا أردنا تعديل قاعدة القرار الشائعة من خلال المنفعة المتوقعة لتكون متفقة مع المبادئ الإسلامية، فيمكن اقتراح الصيغة التالية.

افترض أن القرار a يؤدي إلى نتيجة $x_i \geq 0$ في الحالة i بدرجة احتمال p_i، حيث $i = 1,...,n$. لتكن $v(x_i)$ هي المنفعة من النتيجة x_i، ولتكن تكلفة القرار

[٣٥] Shapira (1995), p. 120.

[٣٦] March (1994), p. 54.

هي $c(a)$. قاعدة المنفعة المتوقعة تشترط ليكون القرار مقبولاً تحقق المتراجحة التالية:

$$[1] \quad U(a) = \sum_{i=1}^{n} p_i v(x_i) - c(a) \geq 0$$

على سبيل المثال إذا كان القرار يتعلق بشراء تذكرة اليانصيب بتكلفة تعادل دولار واحد، وجائزة بمقدار مليون دولار حال الفوز، ولا شئ حال عدم الفوز، فإن المتغيرات هي:

$$c = 1,\ \ x_1 = 1{,}000{,}000\ \ ,\ x_2 = 0,\ \ p_1 = 0.000001,\ \ p_2 = .999999.$$

وإذا افترضنا للتبسيط أن دالة المنفعة خطية بحيث $v(x_i) = x_i$ ، فإن $U(a) = 0$ ، ويصبح القرار من ثم مقبولاً بناء على المتراجحة [١].

لتجنب هذه النتيجة ينبغي تقييد الاحتمالات المقبولة بحيث تكون احتمالات النجاح أكبر من احتمالات الإخفاق. لتكن S تمثل مجموعة العناصر التي تتحقق فيها المتراجحة $v(x_i) - c \geq 0$ ، بينما المجموعة S' هي المكملة لها حيث $v(x_i) - c < 0$. المجموعة الأولى تتضمن حالات النجاح، أما الثانية فتتضمن حالات الإخفاق. يعد القرار مقبولاً إذا تحقق كل من:

$$[2] \quad U(a) = \sum_{i=1}^{n} p_i v(x_i) - c(a) \geq 0$$

$$[3] \quad \sum_{i \in S} p_i > \sum_{i \in S'} p_i$$

القيد في [٣] يشترط أن تكون احتمالات النجاح أكبر من احتمالات الإخفاق. وحيث إن مجموع الاحتمالات يساوي الواحد الصحيح، فإن هذا القيد يمكن إعادة صياغته ليكون:

$$[3'] \quad \sum_{i \in S} p_i > 0.5 \ .$$

وبذلك يتم استبعاد النتائج بعيدة الحصول لكنها كبيرة المقدار إلى الحد الذي يغري الشخص باختيارها، وهو جوهر القمار.

المعيار الإحصائي

المنفعة المتوقعة مبنية على ما يسمى المتوسط الحسابي (mean). يمكننا استخدام معيار ذي صلة مباشرة بالتوزيع الإحصائي لاحتمالات النجاح والإخفاق من خلال ما يسمى الوسيط (median)، وهو يعرف عادة بأنه النقطة التي تقسم منحنى الاحتمالات إلى قسمين كل منهما يساوي ٥٠٪.

يمكن تعريف الوسيط بصيغة أدق، تشمل التوزيعات المتصلة (continuous) والمنفصلة (discrete) كما يلي.[٣٧] يعد الوسيط هو القيمة m من المتغير العشوائي $\tilde{x}$ التي تستوفي الشرط التالي:

$$[4] \quad prob(\tilde{x} \leq m) \geq 0.5 \text{ and } prob(\tilde{x} \geq m) \geq 0.5$$

---

[٣٧] DeGroot (1986), p. 207.

بمعنى أن التوزيع الإحصائي على جانبي الوسيط يجب ألا يقل الواحد منهما عن ٥٠٪، لكن لا يلزم أن يتساوى الجانبان. وبناء على هذا التعريف فإن القرار يجب أن يستوفي المتراجحة:

$$[5] \quad U(a) = m - a \geq 0.$$

وإذا افترضنا كما سبق أن دالة المنفعة خطية بحيث $v(x_i) = x_i$ ، فيمكننا أن نستنتج أن الوسيط في مثال اليانصيب أعلاه هو النتيجة $x_2 = 0$. لبيان ذلك لاحظ أن: $prob(\tilde{x} \leq 0) = 0.999999 > 0.5$ ، بمعنى أن احتمال الحصول على صفر على أقصى تقدير أكبر من ٥٠٪، وهو ما يستوفي الجزء الأول من الشرط. لاحظ أيضاً أن: $prob(\tilde{x} \geq 0) = 1$ ، أي أن احتمال الحصول على صفر أو أكثر يساوي الواحد الصحيح. فكلا الشرطين متحققان في النتيجة التي تعادل الصفر، أي عدم الحصول على شئ من اليانصيب. وإذا كانت هذه النتيجة هي الوسيط، فإن منفعة القرار هي الوسيط ناقصاً تكلفة القرار، وتكون النتيجة أقل من الصفر. وهذا يعني أن قرار شراء تذكرة اليانصيب غير مقبول بناء على ذلك.

ومن خلال هذه القاعدة يمكن التمييز بين حالات الخطر المقبولة وتلك الممنوعة، وهي القضية التي أرّقت القانونيين والاقتصاديين معاً. وفي الوقت نفسه فهي تتفق مع الضوابط الشرعية للغرر التي نص عليها الفقهاء. وبذلك يمكن أن تسهم هذه القاعدة إلى حد كبير في تضييق هوة الخلاف حول المخاطر النافعة للنشاط الاقتصادي وتلك التي تهدد الاستقرار والنمو.

المشتقات

سبق بيان أن المتاجرة في المشتقات تؤدي إلى الخسارة بنسبة تتجاوز ٧٠٪. وحيث أن هذه النسبة أكبر بكثير من احتمالات النجاح، فإن المتاجرة في المشتقات تعد غير مقبولة وفق ما تقدم.

وإذا أضفنا لذلك أن المشتقات تفصل بين الخطر والملكية، وتجعل الخطر هو المقصود من التبادل، فهذا يعني أن المشتقات تنافي شروط المخاطرة المقبولة شرعاً. فمخاطر المشتقات تصبح مقصودة وليست تابعة للملكية، وهي مخاطرة كبيرة وليست يسيرة. فليس غريباً صدور قرارات مجمع الفقه الإسلامي بمنع المستقبليات والاختيارات وعدم مشروعيتها.[٣٨]

وإذا أخذنا في الاعتبار أن المشتقات مبادلة صفرية، فهذا يضيف بعداً آخر في تقويم هذه الأدوات، وهو محل البحث في الفصل التالي.

---

[٣٨] قرار رقم ٦٥/١/٧.

(٥)

نظرية الغرر

الغرر في اللغة: الخطر، وهو يتضمن أيضاً معنى الخداع والتضليل.[١] ويتطابق هذان المعنيان — الخطر والخداع — بأوضح صورة عندما يكون احتمال الحصول قليلاً وحجم الجائزة كبيراً. فبالرغم من المخاطر العالية إلا أن حجم الجائزة يغري الشخص ويَغرّه للدخول في المغامرة، كما هو الحال في اليانصيب وصور المقامرات المختلفة. وهذا هو جوهر القمار الذي لم تنجح نظريات القرار التقليدية في استبعاده، كما سبق.

وفيما كان الفصل الماضي يتناول معيار الغرر في القرار الفردي بالنظر إلى درجة المخاطرة، يتناول هذا الفصل معيار الغرر في المبادلات الثنائية بحسب توزيع النتائج بين الطرفين. وبهذا الاعتبار يمكن تعريف الغرر بأنه مبادلة احتمالية نتيجتها ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، وهو ما يعبر عنه في نظرية المباريات (game theory) بأنه مباراة صفرية (zero-sum game). وهذا الضابط يتفق مع الضوابط الشرعية للغرر، كما يمثل أساساً لتطوير المنتجات الإسلامية لإدارة المخاطر، كما سيأتي.

---

[١] **الغرر وأثره في العقود**، ص٢٧.

أنواع المبادلات

يمكن تقسيم أنواع المبادلات بحسب نتائجها إلى ثلاثة أنواع:

١. المبادلات الإيجابية.

٢. المبادلات الصفرية.

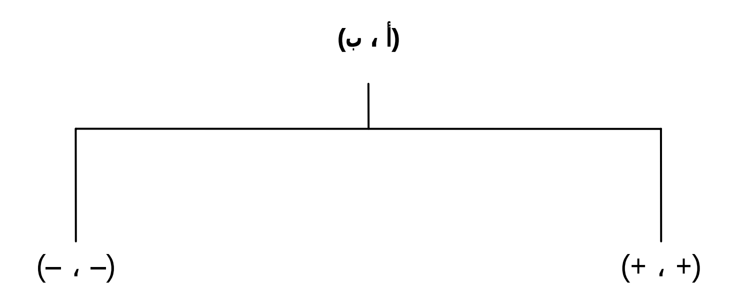
٣. المبادلات غير الصفرية.

المبادلات الإيجابية

وهي مبادلات تتفق فيها مصالح الطرفين، بحيث يربحان معاً ويخسران معاً (انظر الشكل ٧). وحيث أن العاقل لا يريد الخسارة فإن النتيجة الإيجابية هي المقصودة لكل طرف، ومن ثم يصبح مقصود المبادلة هو الانتفاع المشترك.

وفي الشكل (٧) فإن أ وَ ب يمثلان طرفي المبادلة، في حين يمثل الفرع الأيمن النتائج الإيجابية لكل منهما بحسب الترتيب، أما الفرع الأيسر فيمثل النتائج السلبية. عند التعاقد لا يعلم الطرفان يقيناً أي الفرعين ستنتهي المبادلة إليه، لكن مقصود كل منهما هو الكسب، ولذلك سيكون مقصود المبادلة هو الفرع الإيجابي.

وإذا تصرف الطرفان وفق معيار الوسيط الذي سبقت مناقشته، فسيكون الأغلب هو تحقق الفرع الإيجابي. وهذا ما يجعل المبادلة تحقق أمثلية باريتو التي تجعل كلاً منهما في حال أفضل مما كانا عليه بدون التعاقد.

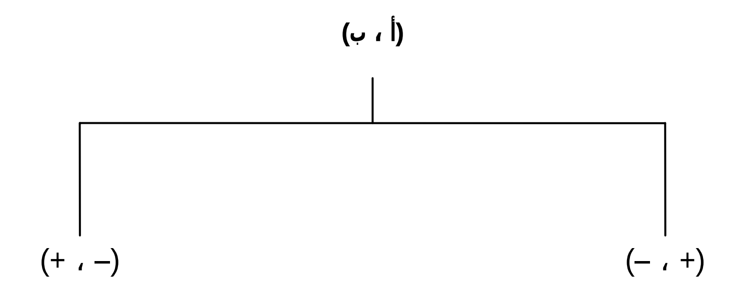


شكل (٧): المبادلات الإيجابية

ومن أمثلة المبادلات الإيجابية عقود المشاركة، خاصة شركة العنان التي يشترك فيها الطرفان في المال والعمل، ويقتسمان النتائج مناصفة. فالطرفان يربحان معاً ويخسران معاً، فمصالحهما محل اتفاق دائماً. يلاحظ أنه لا يلزم في الفرع الإيجابي أن يتساوى مقدار الكسب لكل من الطرفين، بل يكفي أن يكون كل منهما كاسباً بالنظر إلى وضعه قبل التعاقد. وهذا ينطبق أيضاً على الفرع السلبي.

المبادلات الصفرية

وهي المبادلات التي لا يكسب فيها طرف إلا بخسارة الآخر، كما يوضح ذلك الشكل (٨). في هذا النوع من المبادلات لا توجد إمكانية انتفاع الطرفين معاً، بل إذا انتفع أحدهما تضرر الآخر ولا بد. وهذا يعني أن هذه المبادلات لا تخدم مصالح الطرفين، ومقتضى أمثلية باريتو هو عدم الدخول في هذا النوع. والسبب وراء وجود هذه المبادلات في الواقع هو جهالة النتيجة مقدماً. وإلا فلو كانت النتيجة معروفة سلفاً لامتنع الطرف الخاسر من الدخول في المبادلة.



شكل (٨): المبادلات الصفرية

وكما سبق، فإن مقدار الكسب والخسارة لا يلزم أن يكون متساوياً بين الطرفين، وإنما يتحدد ذلك بالنظر إلى وضع كل منهما قبل التعاقد. لكن جوهر المشكلة هو تنافر مصالح الطرفين، بحيث يمتنع انتفاعهما معاً. وكما تبين مراجع نظرية المباريات، فإن أي مبادلة من هذا النوع يمكن إعادة صياغتها بحيث يتساوى مقدار الربح والخسارة لكل من الطرفين. ومن هنا جاءت تسميتها بأنها "صفرية" حيث يكون مجموع نتائج المبادلة للطرفين هو الصفر. ومن أوضح أمثلة المبادلات الصفرية القمار، حيث يدفع أحد الطرفين للآخر بناء على نتيجة آلة القمار العشوائية. فما يكسبه أحدهما هو ما يخسره الآخر.

ويدخل في ذلك أيضاً مسابقات المهارة التي يتراهن أطرافها على جائزة يتحمل قيمتها المغلوب، فهي منافسة صفرية لأن نتيجتها كسب أحدهم على حساب البقية. وتختلف مباريات المهارة عن ألعاب الحظ في كونها تبني المهارة وتصقلها لدى المتباريين. فإن كانت هذه المهارة ذات منفعة ومصلحة راجحة شرعاً، فقد تجبر الخسارة التي يتعرض لها المراهن، وتصبح بهذا الاعتبار مباراة

إيجابية وليست صفرية. ولهذا استثنى النبي ﷺ أنواعاً معينة من المسابقات من عموم التحريم بقوله: "لا سَبَق إلا في خُف أو حافر أو نصل".[٢] والمراد بالخف: سباق الإبل، والحافر: سباق الخيل، والنصل: سباق الرمي. والسَبَق: الجائزة التي يخرجها المتسابقون وينالها الفائز منهم. فهذا الاستثناء لهذه المسابقات خصوصاً يرجع إلى أهمية المهارات التي تنميها عند المتبارين، وأنها من ثَم تعوض الخسارة المالية عند المغلوب، فتصبح النتيجة إيجابية على هذا التقدير. ولهذا أدخل بعض الفقهاء في الاستثناء أنواعاً أخرى، كالمسابقات العلمية ونحوها، مما يحقق المصلحة التي قصدها الشارع.[٣]

وجمهور الفقهاء يشترطون في هذه المسابقات دخول طرف ثالث لا يساهم في قيمة الجائزة لكنه ينالها إذا فاز، ويسمى "المحلل". ودخول المحلل يضيف فرعاً ثالثاً في الشكل (٨)، نتيجته خسارة الطرفين (- ، -) إذا غلب المحلل. ولا ريب أن هذا يجعل المسابقة أكثر مخاطرة لأنه يزيد من احتمالات الخسارة المالية للمتراهنَين، كما قرره شيخ الإسلام وابن القيم (ت٧٥١هـ) رحمهما الله.[٤] ثم هو ينافي مقصود الحديث من الترغيب فيها، إذ المحلل يضعف حوافز المنافسة.[٥] وربما كان هذا هو ملحظ من اشترط المحلل، وهو ألا تصبح المسابقة مغالبة محضة بين الطرفين. لكن هذا يجعلهما أكثر عرضة للخسارة، فتصبح المباراة أكثر غرراً بهذا الاعتبار.

---

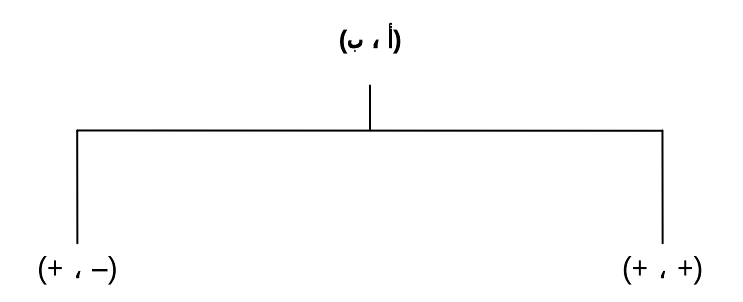
[٢] رواه أحمد وأصحاب السنن. **صحيح الجامع** (٧٤٩٩).
[٣] **الفروسية،** ص١٧١، ١٩٢؛ **المسابقات،** ص١٥٢، ٢٩٠.
[٤] **الفروسية،** ص١٧٣، ١٧٨، ١٨٢-١٨٣.
[٥] **الميسر والقمار،** ص١٢٣-١٢٤.

وسبق أن الغرر له اعتباران: درجة المخاطرة، وتوزيع النتائج، وهما متلازمان كما سيأتي. فإذا كان دخول المحلل يغيّر توزيع النتائج المالية للمسابقة بحيث لا تقتصر على النتائج الصفرية، إلا أنه في المقابل لا يحقق نتائج إيجابية تسمح بانتفاع الطرفين، بل تتحول المباراة من صفرية إلى سلبية، وهو أسوأ مما كانت عليه. والحديث إنما استثنى هذه المسابقات من الرهان المحرم نظراً للقيمة الإيجابية للمهارات التي تتضمنها والتي تعدل وتجبر الخسارة المالية، مما ينقل المباراة، غالباً كما سيأتي، من الصفرية إلى الإيجابية. أما دخول المحلل فهو ينقل المباراة من الصفرية إلى السلبية، وهو ضرر على كلا المتراهنين، فتكون أسوأ من هذا الوجه. وليس المقصود من تحريم الغرر هو اجتناب النتيجة الصفرية بأي شكل، بل بتحقيق النتائج الإيجابية. والنتيجة الصفرية محرمة لكونها خسارة على أحدهما دون مقابل، فإذا وقعت الخسارة عليهما معاً كانت أولى بالتحريم.

المبادلات غير الصفرية

وهي المبادلات التي تتضمن نتيجة إيجابية وأخرى صفرية، كما في الشكل (٩). فالمبادلة قد تنتهي بانتفاع الطرفين، وقد تنتهي بانتفاع أحدهما وتضرر الآخر. فهي تحتمل توافق المصالح وتحتمل تعارضها.

وإذا كانت المبادلات الإيجابية مقبولة شرعاً، والصفرية ممنوعة شرعاً، فإن الحكم على المبادلات غير الصفرية يتوقف على أي النتيجتين هو الأغلب منهما. فإذا كانت النتيجة الإيجابية هي الأغلب وهي مقصود الطرفين، فإن المبادلة مشروعة، وتصبح النتيجة الصفرية في هذه الحالة من الغرر اليسير المغتفر. أما إذا كانت النتيجة الصفرية هي الأغلب فإنها تعد من الغرر الكثير الذي يمنع المبادلة.



شكل (٩): المبادلات غير الصفرية

أمثلة المبادلات غير الصفرية

وأكثر المبادلات في الواقع يندرج ضمن المبادلات غير الصفرية، ومن الأمثلة على ذلك:

١. عقد المزارعة. فإن المزارع في المزارعة يتحمل تكاليف الزراعة والري والأسمدة والحصاد ونحوها، بينما لا يتحمل رب الأرض من هذه التكاليف شيئاً.[٦] ثم يقتسم الطرفان المحصول بينهما بحسب الاتفاق. والمحصول قد يكون كثيراً وقد يكون قليلاً. فإن كان كثيراً أمكن للمزارع أن يعوض التكاليف التي تحملها من خلال نصيبه من المحصول فيكون رابحاً. وإن كان قليلاً فقد تكون تكاليف الزراعة أكثر من قيمة نصيب المزارع من المحصول فيكون خاسراً. أي أن المزارعة قد تؤدي إلى انتفاع الطرفين، رب الأرض والمزارع، وهذا هو مقصود المعاملة ابتداء. وقد تؤدي إلى انتفاع رب الأرض وتضرر المزارع. ولكن هذا

[٦] راجع: **المغني**، ١٤٩/٧-١٥٠، ٥٣٦، ٥٣٩.

الاحتمال الأخير مرجوح غالباً وغير مقصود للطرفين، فيكون من الغرر اليسير المغتفر شرعاً.

والمساقاة شأنها شأن المزارعة في هذا الخصوص.

٢. ولهذا أجاز شيخ الإسلام اشتراط رب المال في المضاربة أن تكون زكاة رأس المال من الربح، ولو تضمن ذلك احتمال إحاطة الزكاة بالربح، فلا يحصل المضارب على شئ، بينما ينتفع رب المال بدفع الزكاة. وجَعَل ذلك نظير ما يمكن أن يقع في المساقاة إذا لم يثمر الشجر، فينتفع رب الشجر ولا ينتفع العامل.[٧] فهذا الاحتمال، احتمال انتفاع رب المال وعدم انتفاع المضارب، احتمال مرجوح، فيكون من الغرر اليسير.

٣. ومن هذا الباب أيضاً عقد الجعالة. فإن العامل في الجعالة قد يتكلف في إنجاز العمل المعقود عليه ثم لا يتمه لأي سبب من الأسباب، فلا يستحق من الجاعل شيئاً، إذ الجعل مشروط بإتمام العمل. وإذا ترك العامل العمل قبل تمامه فقد ينتفع الجاعل بما أتم منه، كما لو اتفقا على أنه إذا حفر ووجد الماء فله كذا، أو إذا بنى الحائط وأتمه فله كذا. فحفر قدراً معيناً فلم يجد شيئاً، أو شرع في البناء ثم عجز فانصرف. فيمكن للجاعل أن يتم الحفر أو يتم البناء، فيكون قد انتفع بعمل العامل دون مقابل. فالجعالة تحتمل انتفاع كلا الطرفين إذا أتم العامل العمل، وتحتمل انتفاع الجاعل وخسارة العامل إذا لم يتمه. ولكن لما كان مقصود العقد هو انتفاع الطرفين، اغتُفر الاحتمال الآخر وعُدّ من الغرر اليسير. ولهذا كانت الجعالة مشروعة عند الجمهور من المالكية والشافعية والحنابلة. أما الحنفية فنظروا

[٧] **الأخبار العلمية**، ص١٤٦-١٤٧.

إلى احتمال تضرر العامل إذا لم يتم العمل ولذلك عدوا الجعالة من الغرر.[٨] كما منع المالكية الجعالة إذا كان الجاعل قد ينتفع بعمل العامل قبل الإتمام،[٩] وهذا نظرٌ إلى النتيجة الصفرية التي تنتج عن انتفاع الجاعل وتضرر العامل. وهذا الاعتبار صحيح إذا كانت هذه النتيجة هي الغالب أو هي المقصود من العقد. لكن إذا كان المقصود الغالب هو النتيجة الإيجابية التي ينتفع بها الطرفان، فهي جائزة. ولهذا لم يشترط الشافعية والحنابلة هذا الشرط.[١٠]

٤. ومما يوضح ذلك بيع الثمر قبل اكتمال صلاحه. فقد كان الصحابة رضي الله عنهم يتبايعون الثمر قبل بدوّ الصلاح، فكان الثمر قد تصيبه آفة تتلفه فيتضرر المشتري، فكثرت فيهم الخصومة من أجل ذلك. فلما رأى النبي ﷺ ذلك قال: "فإما لا فلا تتبايعوا الثمر حتى يبدو صلاحه".[١١] فبيع الثمر قبل بدو الصلاح كان من الغرر الفاحش لأن احتمال تلف الثمر، ومن ثم تضرر المشتري وانتفاع البائع، كان كثيراً، مما أوقع الخصومة والتنازع بين المتبايعين. فأمرهم صلى الله عليه وسلم ألا يبيعوا إلا بعد بدو الصلاح. وبدو الصلاح يجعل احتمال تلف الثمر قليلاً، فيكون الغالب هو سلامة الثمر ومن ثم انتفاع الطرفين: البائع والمشتري. ولكن بدوّ الصلاح لا يضمن بطبيعة الحال ألا يتلف من الثمرة شيء، لكنه احتمال ضعيف فهو من الغرر اليسير المغتفر.

---

[٨] راجع: **الجعالة وأحكامها في الشريعة الإسلامية**.

[٩] **المقدمات الممهدات**، ١٨٠/٢.

[١٠] انظر: **روضة الطالبين**، ٢٧٤/٥؛ **الكافي**، ٤٠٩/٢.

[١١] رواه البخاري تعليقاً وأبو داود. **جامع الأصول** (٢٩٨).

٥. ويدخل في هذا الباب أيضاً بيع العربون الذي يجيزه الإمام أحمد (ت٢٤١هـ) رحمه الله ويمنعه الجمهور.[١٢] وذلك أن البيع يتردد بين انتفاع الطرفين إذا أمضى المشتري البيع، وبين انتفاع البائع وخسارة المشتري إذا ألغى البيع وخسر المشتري العربون. لكن مجرد احتمال النتيجة الصفرية لا يستلزم أن تكون المعاملة من الغرر الممنوع، لأن المقصود من بيع العربون هو البيع الذي يحقق مصلحة الطرفين.

فإذا كان المقصود هو انتفاع الطرفين، كان احتمال خسارة المشتري من الغرر اليسير المغتفر. أما إذا كان المقصود هو النتيجة الصفرية، أو كان انتفاع الطرفين متعذراً، كما هو الحال في الاختيارات المالية (financial options)، فهو حينئذ من الغرر الفاحش. وبهذا يمكن الجمع بين قول الجمهور وقول الإمام أحمد، رحمة الله على الجميع.

وبهذا أيضاً يتبين الفرق بين العربون وبين الاختيارات المالية، فالأول مقصوده التبادل الحقيقي الذي ينتفع به الطرفان، ولهذا يسمى الاختيار الحقيقي (real options). أما الثاني فمقصوده هو المجازفة على السعر. والمجازفة لا تسمح بانتفاع الطرفين بطبيعة الحال، فإن ربح أحدهما كان الآخر خاسراً بالضرورة، ولذلك يدخل ضمن المبادلات الصفرية باعتراف أهل الاختصاص، فيكون من الغرر الممنوع، وهو ما صدر به قرار مجمع الفقه الإسلامي، كما سبق. فالعربون مبادلة غير صفرية، أما الاختيارات المالية فهي مبادلات صفرية.

٦. وقد يدخل في المبادلات غير الصفرية المسابقات بعوض من المتسابقين التي استثناها الحديث النبوي. وذلك أن هذه المسابقات تتضمن من بناء المهارات النافعة

---

[١٢] **الغرر وأثره في العقود**، ص١٠٠-١١١.

ما يجبر الخسارة المحتملة كما سبق، وبذلك يمكن أن تكون المسابقة إيجابية للمتسابقين. لكن لا يزال هناك احتمال النظر إلى الجانب المالي من المسابقة، وبهذا الاعتبار تصبح المسابقة صفرية. فالمسابقة إذن تتردد بين النتيجة الإيجابية إذا كان المقصود هو بناء المهارة النافعة، وبين النتيجة الصفرية إذا ترجح الاعتبار المالي. ومن هنا تأتي أهمية تنظيم هذه المسابقات بما يبرز القيمة الإيجابية لها دون التركيز على العنصر المالي والمبالغة في إبراز روح المنافسة والمغالبة.[١٣]

ومن خلال الأمثلة السابقة يتضح سبب اختلاف الفقهاء في كثير من المسائل، حيث يجيزها البعض ويمنعها البعض الآخر. وهذا ليس اختلافاً في مفهوم الغرر وحقيقته، بل في تنزيل هذا المفهوم على الواقع وتكييف المبادلات المختلفة. فمن رجح النتيجة الصفرية حكم بالمنع، ومن رجح النتيجة الإيجابية حكم بالجواز، فهو اختلاف في تحقيق المناط أكثر منه في تخريج المناط.

توقيت المعيار الصفري

المعيار الصفري ينطبق على نتائج المبادلة ومحصلتها النهائية. النظرية التقليدية للقرار تعتمد على المنفعة المتوقعة حين إنشاء العقد وليس بالنظر للنتائج النهاية. فالمعيار الصفري مبني على النتائج النهائية (ex post) وليس المنفعة المتوقعة (ex ante). وسبق أن القمار والمشتقات مبادلات صفرية باعتبار النتائج، لكنها باعتبار المنفعة المتوقعة (expected utility) قد تكون مقبولة للطرفين. والمفترض ألا ينشأ تعارض بين المتوقع والواقع، لكن التعارض يتحقق في الحالات التي يوجد فيها

---

[١٣] ومن هذا الباب المسابقات التجارية بشرط الشراء، فهي مع كونها تتضمن مهـارات مـشروعة، إلا أن المقصود منها هو الجانب المالي وليس المهارة، ولذلك تأخذ حكم الميسر. راجع قـرار مجمـع الفقـه الإسلامي رقم ١٢٧، و**الحوافز التجارية**، ص١٤٥-١٤٧.

الغرر، وهي التي تتضمن جوائز كبيرة باحتمالات ضئيلة. وفي هذه الحالة لا بد من الترجيح بين الاعتبارين.

ولا ريب أن النظر إلى النتائج اللاحقة هو الأساس في تقييم النشاط الاقتصادي. فالثروة والرخاء والرفاهية لا تقاس بما هو متوقع بل بما هو واقع فعلاً. والعكس صحيح، إذ يقاس الإفلاس بالنتائج الفعلية وليس المتوقعة. فإذا وجد تعارض بين الأمرين فالترجيح سيكون لاعتبار الواقع والنتائج الفعلية، وليس القيم المتوقعة.

لكن من الممكن تجنب التعارض ابتداء من خلال استخدام معايير مغايرة للقيمة المتوقعة، مثل معيار الوسيط (median) الذي سبقت مناقشته. فهذا المعيار هو الأنسب لتقييم العقد حين إنشائه (ex ante) لأنه يتجنب النتائج الشاذة (outliers)، ومن ثم يتجنب مشكلة التعارض بين القيم الفعلية والمتوقعة.

ضابط المبادلات الصفرية

من الممكن صياغة المعيار الصفري باللغة الاقتصادية بحسب منفعة الطرفين واحتمالات تحققها لكل منهما.[١٤] لكن الضابط الذي يستخدمه الفقهاء أسهل وأوضح في التطبيق، ألا وهو تقدير انتفاء الجهالة أو اللايقين من المبادلة، ثم النظر في إمكانية حصول التبادل. فالمبادلة الصفرية لا يمكن أن تتم لو علم الطرفان مسبقاً بالنتيجة التي ستنتهي إليها. وهذا ما عبر عنه الفقيه المالكي أشهب بن عبد العزيز (ت٢٠٤هـ) رحمه الله حين علل منع المعاوضة على الضمان بقوله:

---

[١٤] Al-Suwailem (1999).

"ألا ترى أنه لا يصلح أن يقول الرجل للرجل: اضمن لي هذه السلعة إلى أجل ولك كذا، لأنه ... غرر وقمار. ولو علم الضامن أن السلعة تموت أو تفوت لم يرض أن يضمّنها بضعف ما أعطاه. ولو علم المضمون له أنها تَسلَم لم يرض أن يضمّنها إياه بأقل مما ضمنها إياه به ...، بل لم يرض بدرهم".[١٥]

وهذا ينطبق بحذافيره على عقود المشتقات والتأمين التجاري وسائر صور القمار والمراهنات. ففي التأمين التجاري لو كان المستأمن يعلم مسبقاً أنه لن يصاب بحادث لامتنع عن شراء وثيقة التأمين لأنها تصبح خسارة محضة عليه. ولو علمت الشركة مسبقاً أن المستأمن سيصاب بالحادث لامتنعت من التأمين عليه لأنها بذلك تخسر قيمة التعويض التي تعادل أضعاف مبلغ التأمين. فلو كانت النتيجة معلومة سلفاً لامتنعت المبادلة لأن الطرف الخاسر لن يقبل الدخول فيها، فعُلم أن هذه المبادلة لا يمكن أن تحقق مصالح الطرفين معاً. وهذا بخلاف المبادلات الإيجابية النافعة، فإنها يمكن أن تنعقد ولو انتفت الجهالة ابتداء لأنها تحقق مصالح الطرفين. بل إذا انتفت الجهالة منها كان أدعى للدخول في المبادلة إذا علم الطرفان أن النتيجة الإيجابية هي التي ستتحقق، لأن هذا ينفي أي مخاطر قد تصد الأطراف عن إتمام المبادلة.

الاختيارات

وهذا المعنى ينطبق على الاختيارات المالية (financial options)، حتى لو تضمنت تملك الأصل محل العقد وسائر الشروط الشكلية لبيع العربون. وذلك أن هدف العقد باعتراف الطرفين هو المجازفة والمراهنة على السعر. والمشتري للاختيار

---

[١٥] **المدونة**، ٢٨/٤.

(خيار الشراء مثلاً — call option) لا ينفذ الشراء إلا إذا ارتفع سعر الأصل، وبذلك يربح الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وإلا خسر ثمن الاختيار أو العربون.

ويتضح البعد الصفري لهذه العملية بتطبيق ضابط الجهالة المذكور آنفاً. فلو كان مشتري الاختيار يعلم مسبقاً أن ثمن الأصل سينخفض لما دفع ثمن الاختيار أو العربون. ولو علم البائع أن الثمن سيرتفع لما رضي بالدخول في العقد لأنه كان سيربح من ارتفاع الثمن أكثر من قيمة العربون. فإذا كان هذا هو مقصود العقد فإن المعاملة في الحقيقة تصبح صفرية وإن كانت تتضمن عوضاً مقابل الثمن. ولذلك يؤول الحال بهذه العقود إلى أن تنتهي بالتسوية على فروق الأسعار لأنه لا مصلحة للطرفين من نقل الملكية، كما هو الحاصل بالضبط.

المستقبليات

وهذا يظهر بصورة أكبر في المستقبليات (futures) التي تتم في الصورة على أصول أو سلع، لكن المقصود هو المراهنة على السعر، ولذلك تتم التسوية في الغالب الأعم (٩٩٪ من الحالات كما سبق) عبر فروقات الأسعار. ووجود السلعة صورياً كان من أبرز أسباب الأزمة التي واجهها القانون الوضعي في الحكم على المستقبليات. ولهذا لجأت المحاكم الأمريكية في وقت من الأوقات إلى ما سمي "اختبار النوايا" لتحديد مقصود الطرفين، كما سبق ذلك في الفصل الثالث. لكن الشريعة الإسلامية كانت أسدّ نظراً حين اشترطت تعجيل الثمن كاملاً إذا كان المبيع دَيناً في الذمة، سداً لباب المجازفات الضارة. فإن تعجيل الثمن يُلزم المشتري بطلب السلعة ومن ثم إتمام المبادلة الحقيقية النافعة. أما الدَين بالدَين

فهو يفسح المجال للمجازفات التي تنتهي بالتسوية على فروق الأسعار، كما هو الحاصل فعلاً. فتعجيل الثمن يرجح المبادلة الإيجابية على المبادلة الصفرية.

ومن هنا تظهر حكمة الشريعة الإسلامية في تحريم الدَين بالدَين أو الكالئ بالكالئ، الذي ورد به النص وانعقد عليه الإجماع عبر القرون.[١٦] فإن هذا الحكم يؤكد أن التبادل لا بد أن يكون مقصوده الانتفاع الحقيقي بالسلع محل التعاقد. أما الدين بالدين فهو مبادلة دين بآخر، ولا يوجد حين التعاقد قبض يسمح بالانتفاع. فمقصود العقد هو مبادلة ضمان بضمان، بحيث يتحمل الطرف الأول مخاطر أحد البدلين مقابل أن يتحمل الطرف الثاني مخاطر البدل الآخر. فهو عقد مقصوده مبادلة المخاطر، كما هو الحال في المستقبليات، وليس مقصوده ملكية السلع الحقيقية التي يراد الانتفاع بها. فمنع هذا العقد يتفق مع منهج التشريع في تحريم الغرر ومنع المعاوضة على الضمان.

ومنع الدين بالدين شاهد على إعجاز التشريع الإسلامي، لأن المفاسد الحقيقية لهذا العقد ربما لم تظهر بصورتها الفعلية مثل ما ظهرت في هذا العصر من خلال المستقبليات، حتى إن الاقتصادي الفرنسي موريس آليه، الحائز على جائزة نوبل، دعا إلى رفع الهامش المطلوب في المستقبليات بدرجة كبيرة لمنع المجازفات الضارة بالاقتصاد.[١٧] والشريعة الإسلامية اشترطت ما هو أكثر من ذلك وهو تسليم الثمن كاملاً، وهذا من شأنه تقليص المجازفات إلى أدنى حد، وتوجيه المبادلة إلى قصد النتيجة الإيجابية من خلال إتمام التبادل الحقيقي.

---

[١٦] راجع بحث: "عقد الكالئ بالكالئ".

[١٧] Allais (1993), p. 36.

ولذلك جاز عقد الاستصناع، مع كونه يتضمن تأجيل البدلين، لأن المقصود هو الانتفاع الفعلي بالمصنوع وليس مجرد الضمان، كما يتجلى ذلك باشتراط العمل الذي يميز الاستصناع عن السلم.[١٨] وجاز أيضاً ما يسمى "بيعة أهل المدينة"، وهي التي تتضمن تأجيل البدلين لكن مع ظهور قصد التبادل الحقيقي بمرجحات وقرائن موضوعية، مثل كون البائع تاجراً أو من أهل الحرفة أو دائم العمل أو يملك أصل المبيع، بحيث تكون السلعة عنده حكماً وإن لم تكن كذلك فعلاً، ولذلك قالوا: إن دوام العمل بمنزلة تعيّن المبيع.[١٩] ويدخل في هذا الباب أيضاً عقد التوريد لأنه يتم مع تجار من شأنهم حيازة هذه السلع وبيعها، بحيث يترجح حصول السلعة عند التاجر حكماً ومن ثم إرادة التبادل الحقيقي الذي يجعل المعاملة مقبولة شرعاً.

وهذه العقود، مع كونها تتضمن تأجيل البدلين، إلا أنها لا تدخل في الدين بالدين الممنوع، لأمرين:

١. امتلاك البائع لأصل المبيع أو حصوله عنده حكماً من خلال قرائن موضوعية، كما سبق.

٢. انتفاء الضمان عن البائع، بحيث ينفسخ العقد ويسقط الالتزام في حالة العجز أو الموت، كما نص على ذلك المالكية والمتقدمون من الحنفية.[٢٠] وهذا بخلاف الدين فإنه لا يسقط بالعجز بل يظل ثابتاً في الذمة. فهذه العقود تتضمن الالتزام دون الضمان، ولذلك لا تصنف ضمن الديون.[٢١]

---

[١٨] راجع بحث "عقد الاستصناع"، ص٨.

[١٩] راجع: **البيان والتحصيل**، ٢٠٨/٧؛ **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، ع٧، ج٢، ص٣٣٤، ٣٤٠، ٣٥٥، ٤٥٠-٤٥٣.

[٢٠] المصادر السابقة.

[٢١] انظر مع ما سبق: **مجلة مجمع الفقه الإسلامي** ع١٢ ج٢، ص٧٣، ٥٢٠، و"عقد الاستصناع" ص٢٧.

وهذا الشرط نتيجة طبيعية للشرط السابق، فإن الملكية و'العندية' تنافي انشغال الذمة، فإذا تحققت إحداهما حكماً انتفى الضمان بالضرورة.

والشرط الأول لا ينطبق على المصارف التي تدخل في عمليات المرابحة للآمر بالشراء، لأنها لا تتصدى لمثل هذه الأعمال وليس من شأنها حيازة هذه السلع والمتاجرة بها، فلا تكون السلع عندها حكماً. وهذا مما يبين عدم انطباق عقد التوريد على المرابحة المصرفية، واقتصاره من ثم على المبادلات التي يبرمها التجار من أهل السوق دون غيرهم. كما يبين عدم انطباق عقد الاستجرار على عمليات المصارف، للسبب نفسه. وهذا التفريق بين أهل السوق وغيرهم نظير التفريق بين أهل العينة وغيرهم،[٢٢] الأول لجواز المبادلات الحقيقية، والثاني لمنع الحيل الربوية.

وهذا مما يظهر تفوق الفقه الإسلامي على القانون الوضعي، حين أخذ في الاعتبار القرائن الاقتصادية الدالة على قصد التبادل الحقيقي من أجل السماح بتأجيل البدلين، لكنه منع من الدين بالدين وبيع ما ليس عندك الذي ينافي ذلك.

النظام الصفري

الأصل في المبادلات التي يتحقق فيها نقل الملكية وتستوفي الضوابط الشرعية أنها مبادلات يترجح فيها النتيجة الإيجابية بما يجعلها تحقق مصالح الطرفين. ولا يمنع من ذلك احتمال تغير السعر لاحقاً ومن ثم خسارة أحد الطرفين، لأن هذه

---

[٢٢] "التورق والتورق المنظم"، ص٤١.

الخسارة منفصلة ومستقلة عن العقد، وهي فوق ذلك مرجوحة وغير مقصودة للطرفين ابتداء.

لكن هذا لا يمنع من سوء استخدام العقود المشروعة بحيث يصبح التبادل على مستوى المجموع صفرياً، وإن كان على المستوى الثنائي غير صفري. فالمعيار الصفري قد يتحقق بالنظر إلى النظام أو السوق بمجمله وليس بالنظر إلى طرفي العقد فحسب.

ومن أوضح الأمثلة على ذلك التسلسل الهرمي (pyramid schemes)، فهو نظام صفري من حيث المجموع، لأن كل شخص يشترك بهدف تحصيل العمولات من المشتركين اللاحقين، وكلٌ من هؤلاء يشترك بهذا الهدف أيضاً، وهكذا دواليك. والطبقات العليا من الهرم إنما تربح من الطبقات الدنيا. فالنظام بمجموعه صفري وإن كان العقد بمجرده لا يبدو كذلك، خاصة إذا تضمن سلعة أو منتجاً بشكل أو بآخر. فإن هذه السلعة غير مقصودة قطعاً بل المقصود هو العمولات من المشتركين التالين، وهي قد تحصل وقد لا تحصل، واحتمال حصولها نادر، بحيث لا تتجاوز نسبة الرابحين في الهرم ٦٪، في حين تتجاوز نسبة الخاسرين ٩٤٪ من إجمالي المشتركين.[٢٣] فلا غرابة إذن أن يكون التسويق الهرمي من الغرر والميسر المحرم شرعاً.[٢٤]

والأسواق المالية تبدو في أوقات الفقاعات (bubbles) كما لو كانت نظاماً صفرياً، وهو ما يسمى: "الأنظمة الهرمية التلقائية".[٢٥] فالسوق قد تتحول إلى ما يشبه النظام الهرمي بدون إدارة مركزية، بحيث يربح الجيل السابق ممن يلونهم،

---

[٢٣] انظر Vandernat (2001)، و"تقويم شرعي لشركة بزناس".

[٢٤] وبذلك صدر قرار اللجنة الدائمة للإفتاء بالمملكة العربية السعودية رقم ٢٢٩٣٥ في ١٤٢٥هـ.

[٢٥] "Naturally occurring Ponzi schemes"; Shiller (2000), pp. 64-67.

وهؤلاء ممن يليهم، وهكذا، إلى تنفجر الفقاعة ويدفع ثمنها الجيل الأخير. وبالرغم من أن الأسواق المالية وأسواق رأس المال تحقق وظائف مهمة للاقتصاد، إلا أنه ينبغي تنظيمها لكي لا تتحول من خلال المجازفات الضارة إلى أنظمة صفرية.

ومن هنا تظهر حكمة نهي النبي ﷺ عن البيع قبل القبض وعن بيع ما ليس عند المرء، ونحوها من الضوابط. فإن هذه الضوابط من شأنها أن تمنع تحول السوق إلى نظام صفري. ولهذا السبب وجدت الحاجة لإنشاء الهيئات التنظيمية التي تعنى بضبط ورقابة الأسواق المالية. وبالإضافة إلى ذلك فقد اقترح كلٌ من الاقتصادي جيمس توبين ووزير المالية السابق في الإدارة الأمريكية لورانس سمرز فرض رسوم على الصفقات في الأسواق المالية لتقليل المجازفات وضبطها.[٢٦] بينما دعا الاقتصادي موريس آليه إلى تجنب التسعير الفوري المستمر للأصول المتداولة، والاكتفاء بالتسعير مرة واحدة خلال اليوم. كما دعا إلى زيادة الهامش على المستقبليات والبيوع الآجلة بدرجة كبيرة للتقليل والحد من المجازفات، كما سبق.[٢٧] وليس المقصود هنا المناقشة التفصيلية لتنظيم الأسواق المالية، وإنما التأكيد على أن المبادلات غير الصفرية على المستوى الثنائي قد تؤدي إلى نظام صفري على مستوى المجموع إذا لم تخضع للتنظيم بشكل مناسب.

والأصل العام في البيوع أنها مبادلات غير صفرية، وأن المقصود منها غالباً هو النتيجة الإيجابية والانتفاع المشترك، ولهذا كان الأصل في المعاملات هو الحِلّ، كما سيأتي. لكن قد يطرأ على التبادل ما يجعله ينحرف عن هذا الأصل، كما في

[٢٦] Tobin (1987), Summers and Summers (1989).

[٢٧] Allais (1993), p. 36.

الحالات السابقة. ومن هنا تظهر أهمية المعيار الصفري في كونه وسيلة لتحديد درجة انحراف التبادل عن هدفه العام ومن ثم تحديد مقدار التدخل اللازم لمنع هذه النتيجة.

تكامل معايير الغرر

من خلال المناقشة السابقة نجد أن لدينا معيارين للغرر: أحدهما يقتضي أن احتمالات النجاح يجب أن تتجاوز احتمالات الإخفاق لكي يكون الغرر مغتفراً، وهو موضوع الفصل الرابع. والثاني يقتضي أن تكون النتيجة الإيجابية أرجح من النتيجة الصفرية، وهو موضوع هذا الفصل. فما هي العلاقة بين هذين المعيارين؟

المعياران في الحقيقة يكمل كلٌ منهما الآخر. فمعيار المخاطرة يتعلق بالفرد، والمعيار الصفري يتعلق بمجموع طرفي العقد. كما أن معيار المخاطرة يتعلق بما قبل التعاقد (ex ante)، أما المعيار الصفري فيتعلق بالنتائج المترتبة على التعاقد (ex post). وهذا التكامل، كما سبق، مما يمتاز به الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد الوضعي.

ومعيار المخاطرة إجمالاً أعمّ من المعيار الصفري، فكل مبادلة صفرية فهي عالية المخاطر، ولكن العكس غير صحيح دائماً. فالمبادلة الصفرية تقتضي ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، فإذا كان احتمال ربح أحدهما هو ٧٠٪ فاحتمال خسارة الآخر سيكون ٧٠٪ بالضرورة، فتكون المبادلة عالية المخاطر للطرف الخاسر. وهذا يعني أنه إذا التزم الطرفان بمعيار المخاطر امتنع الدخول في مبادلة صفرية. فالمعيار الصفري يستلزم ويتضمن معيار المخاطرة. لكن ليست كل مبادلة عالية المخاطر فهي صفرية، بل قد تكون غير صفرية.

لكن المخاطر العالية تؤدي وتؤول إلى حصيلة صفرية. فإذا وُجد مَن يقبل احتمال الخسارة فسيوجد من هو مستعد لفرصة الكسب، إما من نفس المبادلة لتصبح مبادلة صفرية، أو بمبادلة تالية ليصبح النظام بمجمله صفرياً. وهذا يدل على أن احتمال المخاطر العالية يؤدي ويفضي إلى أكل المال بالباطل من خلال النتائج الصفرية، ولذلك لم يكن غريباً أن تأتي الشريعة الإسلامية بتحريم الأمرين معاً.

"المجازفة" و"المقامرة"

من الممكن استخدام هذين المعيارين لتوضيح بعض المصطلحات الشائعة، خاصة مصطلح "المجازفة" (speculation) ومصطلح "المقامرة" (gambling). فمصطلح المجازفة يمكن أن يستخدم لوصف قرارات عالية المخاطرة، احتمالات الخسارة فيها أكبر من احتمالات الربح. أما مصطلح المقامرة فيمكن استخدامه لوصف المبادلات الصفرية التي لا تسمح أساساً بانتفاع الطرفين. فالمجازفة تنطبق على قرارات أو مبادلات في الأصل غير صفرية، لكن احتمال النتيجة الصفرية فيها أكبر من احتمال النتيجة الإيجابية. أما المقامرة فهي تختص بالمبادلات الصفرية التي لا تحتمل أصلاً أي نتيجة إيجابية. وعليه فإن المقامرة أخص وأقوى من المجازفة، بينما المجازفة تمثل مرحلة تمهيدية وسابقة لمرحلة المقامرة.

تصنيف الخطر في المبادلات

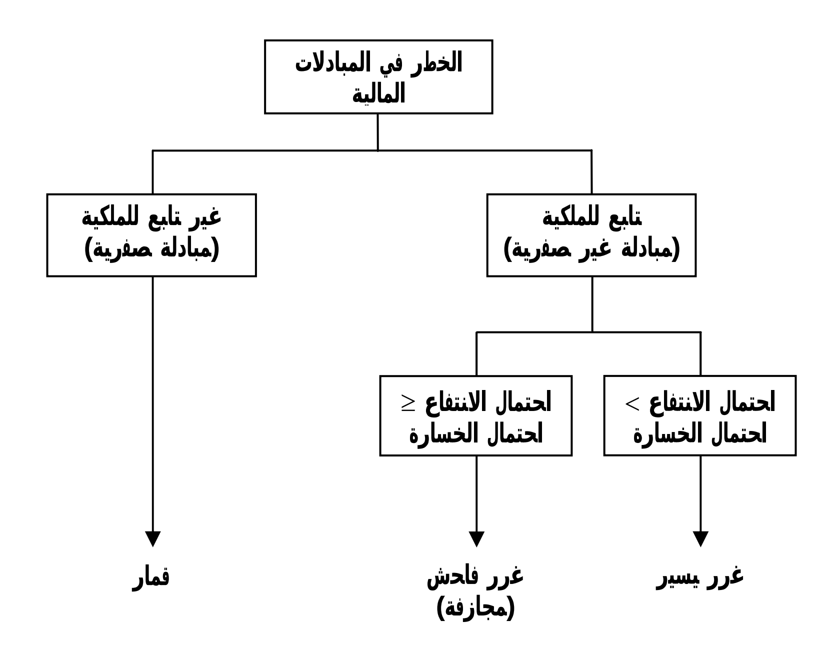
بناء على ما سبق من الممكن تحديد أنواع المخاطر في المبادلات المالية (شكل ١٠). فالخطر في التبادل لا يخلو إما أن يكون تابعاً لملكية الأصل محل التبادل، أو

لا يكون كذلك. فإن كان مستقلاً عنه، كما هو الحال في التأمين التجاري وفي بيوع المؤشر ونحوها من المبادلات التي لا تتضمن أي نوع من نقل الملكية، فهي مبادلة صفرية لا تحتمل انتفاع الطرفين. وهذا ما يمكن أن يطلق عليه وصف القمار أو الميسر، وهو الذي أشار إليه شيخ الإسلام في النوع الثاني من المخاطر الذي ينتهي إلى أكل المال بالباطل.

ويدخل في هذا النوع ما توجد فيه الملكية نظرياً لكن المقصود أساساً هو تبادل المخاطر، كما هو الحال في الاختيارات والمستقبليات على السلع والأصول. فهذه المشتقات تنتهي في ٩٩٪ من الحالات على التسوية على فروق الأسعار دون أي تبادل للملكية، كما سبق. ففي هذه العقود تصبح المخاطر مقدمة على الملكية وليست تابعة لها.

أما إذا كان المقصود من التبادل هو نقل الملكية، والخطر تابع لها، فلا يخلو إما أن يكون احتمال الانتفاع هو الأغلب، أو لا يكون كذلك. الأول من الغرر اليسير المغتفر. أما الثاني فهو من الغرر الفاحش غير المقبول شرعاً، وهو ما يمكن أن يوصف بأنه مجازفة بحسب الاصطلاح السابق. والأمثلة على هذين القسمين سبق مناقشتها عند الحديث عن المبادلات غير الصفرية.

والمجازفة بدورها قد تجعل النظام بمجموعه نظاماً صفرية، كما يحصل في حالات الفقاعات في الأسواق المالية، وكما هو الحال في الأنظمة الهرمية، حيث يكون احتمال الربح أقل بكثير من احتمال الخسارة، كما سبق. فالغرر في النهاية يؤدي إلى أكل المال بالباطل، وإلى توزيع صفري للثروة لا يولد قيمة مضافة ولا يرفع مستوى الإنتاجية. فليس غريباً أن تنهى عنه الشريعة المطهرة وأن يعنى به الفقهاء وبتحديد أنواعه بما يضيّق دائرته ويقلل احتمالات الوقوع فيه.



شكل (١٠): أنواع الخطر في المبادلات

أدوات إدارة المخاطر

المعايير السابقة ستكون هي الأساس في تطوير أدوات مالية تجمع بين إدارة المخاطر وتوليد الثروة. فالمبادلات غير الصفرية تسمح بنقل المخاطر من طرف لآخر لكنها تسمح في الوقت نفسه بانتفاع الطرفين، فتحقق بذلك مصالح توزيع المخاطر وفي الوقت نفسه توليد الثروة. الفصل التالي يرسم معالم تطوير المنتجات المالية أو ما يسمى "الهندسة المالية" وفقاً للرؤية الإسلامية.

(٦)

الهندسة المالية
من منظور إسلامي

مصطلح "الهندسة المالية" (financial engineering) يستخدم في مناسبات متعددة لمعاني متباينة.[1] وقد صار لصيقاً بالمشتقات المالية بدرجة كبيرة. في مجال التمويل الإسلامي يتطلب المفهوم عناية أكثر نظراً لأهمية موضوعه والحاجة الماسة له.

التعريف

من أوائل التعريفات التي قدمت للهندسة المالية هو أنها "التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل".[2] والهدف من الهندسة المالية هو خفض التكاليف وزيادة العائد.[3]

لكن الابتكار بطبيعته أمر غير قابل للتنبؤ، ولو كان كذلك لما كان ابتكاراً. ولذا فإن المطلوب هو الأساليب والطرق التي تعين على الابتكار وتمهد له. وبالنسبة للتمويل الإسلامي هناك مبادئ يجب أن تخضع لها الهندسة المالية

١ Marshall and Bansal (1992).

٢ Finnerty (1988, 1994).

٣ Merton (1992).

وتنضبط بها. ولذا فربما كان من الأنسب تعريف الهندسة المالية بأنها: المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مبتكرة.

فالمبادئ تقررها الشريعة الإسلامية ولا بد من مراعاتها. أما الابتكار فهو في نفسه غير خاضع للسيطرة. لكن هناك أساليب تعين على الابتكار، كما سبق. ومن أوائل من نبه على الفرق بين الابتكار وبين أساليب الابتكار هو إدوارد دي بونو، الذي أحدث ما يسمى "التفكير الجانبي" (lateral thinking)، ويقصد بذلك أساليب التفكير غير المألوف الذي من شأنه أن يولد الابتكار ويسهل الوصول إليه.[٤] فالابتكار نتيجة وثمرة للهندسة المالية، لا أنه هو نفسه محل الدراسة.

والتعريف يشير إلى "الحلول المالية" وليس المنتجات أو الأدوات أو الآليات. لأن المقصود هو التوصل إلى ما يلبي حاجة حقيقية أو مصلحة فعلية للمتعاملين وليس مجرد ترتيب أو عقد من العقود، وهو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار. وهذا مما يميز الهندسة المالية عن محاولات الالتفاف على الأنظمة أو الاحتيال على الأحكام الشرعية. فالحيل الفقهية والنظامية لا تولد قيمة مضافة ولا تلبي حاجة فعلية، بل هي مجرد محاولة لتجاوز النظام لا أكثر. ولا ريب أن هذا لا يدخل في مفهوم الهندسة المالية المنشودة للتمويل الإسلامي.

قيمة الابتكار

الابتكار يتضمن التغيير، والتغيير يتضمن عدم الاستقرار. وعدم الاستقرار غير مرغوب بطبيعة الحال، وهذا يعني أن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفاً في

---

٤ de Bono (1970).

نفسه. بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة. وإذا كانت هذه القيمة تعادل سلبيات عدم الاستقرار فسيكون الابتكار محموداً ومطلوباً. فقيمة الابتكار لا تنبع من درجة غرابته أو جدّته، بل من آثاره المالية والاقتصادية الإيجابية. ولهذا كانت المشتقات المالية محل انتقاد بالرغم مما تتضمنه من الابتكار غير العادي، وذلك بسبب آثارها الاقتصادية السلبية.[٥]

الشريعة والابتكار

الشريعة الإسلامية نظام متكامل للحياة الإنسانية، وهي بطبيعة الحال تقيد السلوك البشري في جوانب متعددة. لكن هذه القيود ليست عائقاً عن الابتكار، بل ربما العكس هو الصحيح. فالدراسات تشير إلى أن القيود تحفز على الابتكار وتحث عليه.[٦] كما تشير إلى أن أحد أهم الحوافز وراء الابتكارات المالية كان القيود التنظيمية للأنشطة المالية.[٧]

فالقيود إذن ليست معوقاً للابتكار، وهذا صحيح خاصة إذا كانت هذه القيود منزلة من لدن حكيم خبير، فهي حينئذ مصدر الهداية والسعادة للبشرية. فالشريعة الإسلامية تقدم البيئة المثالية للابتكار والإبداع الإيجابي. وقد أكد القرآن في آيات عدة على أهمية التفكر والتدبر، وانتقد التقليد الأعمى للآباء والأجداد ولو كان مصادماً للعقل والمنطق. وهذا لا يعني أن التجديد ومخالفة المألوف هدف في نفسه، بل هو وسيلة لاستكشاف الحقيقة وتصحيح الأخطاء وبناء القيمة المضافة.

---

٥ Leathers and Raines (2004).

٦ Elster (2000).

٧ Silber (1983).

الالتفاف على الأنظمة

يرى بعض الاقتصاديين أن الهدف الأساسي من الابتكار المالي هو الالتفاف على الأنظمة.[٨] وهذا الموقف نابع من القناعة بأن آلية السوق كفيلة بتحقيق الكفاءة ورفاهية المجتمع، أما القوانين فهي تعيق أداء السوق بشكل أو بآخر، ولذا فإن إبطال هذه الأنظمة من خلال الالتفاف عليها أو ما يسمى "المراجحة النظامية" (regulatory arbitrage) مهم في نظرهم لاستعادة كفاءة السوق.

وقد يكون ذلك صحيحاً بالنسبة للأنظمة الفارغة أو البالية التي لا تحقق مصلحة اقتصادية. لكن من حيث المبدأ فإن القيود التنظيمية تؤدي دوراً مهماً في استقرار الأسواق وحفظ مقومات الاقتصاد. فالأنظمة الخاصة بالإفصاح ومتطلبات كفاية رأس المال ونحوها، ضرورية لحماية المستثمرين وتحقيق المصلحة العامة. فالالتفاف على هذه الأنظمة من خلال الوسائل القانونية أو المحاسبية يفضي إلى نتائج غير محمودة، كما اتضح ذلك في انهيار شركة إنرون وورلد كوم ونحوها من الفضائح المالية.

وإذا كان الالتفاف واقعاً على أحكام الشريعة الإسلامية فإن النتائج ستكون أسوأ، لأنه بالإضافة للآثار الاقتصادية السلبية، فإنه يضعف الإيمان والقناعة بجدوى المشروع الإسلامي، كما سيأتي. وإذا كانت الأحكام الشرعية من القيود التي تشجع على الابتكار، فإن الالتفاف عليها يعني عملياً القضاء على حافز الابتكار أساساً. وهذا يؤكد أن الحيل الفقهية لا تندرج حقيقة ضمن مفهوم الهندسة المالية.

---

[٨] Miller (1986).

واقع الابتكار المالي

كتب بيتر دركر، أحد أبرز أساتذة الأعمال في العصر الحاضر، مقالاً في مجلة الإيكونومست حول الابتكار المالي، عنون له: "الابتكار أو الموت".[٩] يشير دركر في مقاله إلى أن الصناعة المالية اليوم تعاني من التدهور والتراجع. السبب فيما يرى هو أن "المؤسسات المهيمنة على الخدمات المالية لم تقدم أي ابتكار ذا بال على مدى ٣٠ عاماً". وبدلاً من تقديم خدمات مالية لعملائها، أصبحت المؤسسات المالية غالباً تتاجر لمصلحتها مع المؤسسات الأخرى، لتكون النتيجة "مباراة صفرية"، لأن ما تربحه مؤسسة ما هو ما تخسره الأخرى. ويرى أن أهم الابتكارات خلال العقود الثلاثة الماضية كان "مشتقات زعموا بأنها علمية"، لكنها ليست أكثر علمية مما يجري في مونتي كارلو أو لاس فيجاس. "ونتيجة لذلك فإن منتجات الصناعة أصبحت سلعاً نمطية تعاني باطراد من انخفاض الربحية وصعوبة التسويق".

يرى دركر أن هناك ثلاث طرق يمكن للصناعة أن تسلكها. أيسرها أن تبقى كما هي، حيث يمكنها أن تحافظ على وجودها لكنها ستستمر في الانحدار والتدهور. الثاني هو "أن تستبدل بالصناعة القادمون الجدد والمبدعون الغرباء"، وهو ما حدث للسوق المالية بوسط لندن، حيث كانت آخذة في الانحسار قبل نحو خمسين عاماً، ثم جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وساهموا في إحيائها لتصبح من أهم المراكز المالية في العالم. الثالث أن يصبح رواد الصناعة "هم أنفسهم مبدعين ومبتكرين، وأن يكونوا هم من يقوم بعملية التدمير

---

[٩] Peter Drucker (1999).

الخلاق". وبالنظر إلى التغير المستمر في الاقتصاد العالمي، فإن الطريق الأول ليس خياراً في الحقيقة. فلا يبقى أمام الصناعة سوى أحد أمرين: إما أن تغير نفسها، وإما أن يقوم بذلك غيرهم. ثم يختم دركر مقاله الذي كتبه في ١٩٩٩م بالقول: "قد لا يكون الوقت قد فات للمؤسسات المالية الضخمة اليوم أن تعود للابتكار مرة أخرى، لكنه بالتأكيد متأخر جداً".

وبالنظر إلى وقت كتابة المقال، ربما يفسر ذلك أحد أسباب توجه المؤسسات المالية الكبيرة لاحقاً نحو التمويل الإسلامي والمنتجات الإسلامية. فالمقال يتضمن إشارة للفرص المتاحة للتمويل الإسلامي بأن يكون مصدراً خصباً للابتكار الإيجابي الذي يمكن أن يعزز أداء المؤسسات المالية. لكن المطلوب هو الابتكار الذي يولد قيمة مضافة وليس مجرد إعادة تصدير للمنتجات التقليدية بلباس مختلف.

مبادئ الهندسة المالية

يمكن تحديد أربعة مبادئ للهندسة المالية من منظور إسلامي. اثنان يتعلقان بالأهداف: التوازن، والتكامل. واثنان يختصان بالمنهجية: الحِلّ، والمناسبة.

مبدأ التوازن

المقصود من هذا المبدأ هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بتحقيق الربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون. فالشريعة

الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز، ووضعت لكلٍ الإطارَ المناسب له دون إفراط أو تفريط.

في المقابل نجد أن فلسفة الرأسمالية تعتمد على آلية السوق والحوافز الربحية لعلاج معظم مشاكلها تقريباً، وهذا هو المتبع في الدراسات الاقتصادية التقليدية. بينما نجد الاشتراكية تجعل جُلّ اهتمامها منصباً على الحوافز الخيرية والتعاونية مع إغفال الحوافز الشخصية. أما الاقتصاد الإسلامي فهو يستهدف التوازن بين الجانبين، ويعترف بها ويوظفها للوصول بالأداء الاقتصادي إلى الوضع الأمثل.

من حيث الواقع لا يوجد اقتصاد يمكن أن يقوم على الحوافز الربحية وحدها، ولا على الحوافز الخيرية وحدها، بل لا بد منهما معاً. فهذان الجانبان هما عماد الاقتصاد وهما له كالجناحين للطائر، لا يستغني بأحدهما عن الآخر. وإذا كانت المؤسسات الربحية واسعة الانتشار، فإن المؤسسات غير الربحية تقوم بدور جوهري في الاقتصاد. فهي تمثل نحو ٩٠٪ من المدارس والكليات غير الحكومية، ونحو ثلثي جميع المستشفيات في الولايات المتحدة.[١٠]

وهذا يعني أنه من الممكن تحقيق أهداف اقتصادية مهمة من خلال المؤسسات والمنظمات غير الربحية. ومن أوضح الأمثلة على ذلك قضية إدارة المخاطر. فحافز الربح يولد المجازفة، وهو ما يمكن أن يحول إدارة المخاطر إلى عمليات مقامرة بحتة. لكن الأساليب غير الربحية تتلافى المشكلة من البداية لانتفاء عنصر الربح فيها.

كما أن مشكلات نقص كفاءة السوق الناتجة عن تفاوت المعلومات (مثل الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية) يتعذر علاجها جذرياً من خلال آليات السوق، لأن هذه الآليات هي مصدر هذه المشكلات ابتداء. فمحاولة العلاج

[١٠] Hansman (1996).

بآليات السوق نفسها تؤدي إلى الدَور الممتنع عقلاً. والمشكلة التي تنشأ على مستوى نظام معين يصعب يمكن حلها على المستوى نفسه، بل لا بد الارتقاء إلى مستوى أعلى لتحقيق هذا الهدف.[١١] فالمشكلات التي تنشأ عن آليات السوق الطبيعية يجب تناولها من مستوى أعلى من مستوى السوق للتوصل إلى حلها جذرياً.

ومن هنا تظهر أهمية النشاط غير الربحي في النظام الاقتصادي، لأنه يمثل مستوى أعلى من مستوى النشاط الربحي، ومن ثم يمكنه علاج الآثار الجانبية لآليات السوق دون إنقاص كفاءة السوق أو تعطيل وظيفتها الطبيعية. والبديل للنشاط غير الربحي هو التدخل الحكومي،[١٢] من خلال السياسة المالية أو النقدية ونحوها. وهذا التدخل لا يدعم دائماً كفاءة السوق بل قد يؤثر سلباً على أدائها. وبقدر نمو النشاط غير الربحي بقدر ما تنقص الحاجة للتدخل الحكومي، والعكس صحيح.

والمخاطر التي تنشأ عن النشاط الربحي لا يمكن معالجتها جذرياً من خلال آليات السوق نفسها، لأن هذا يؤدي إلى الدَور كما سبق، وهو لذلك أقرب إلى أن يفاقم المشكلة بدلاً من أن يحلها. ولذلك كان لا بد من التدخل الحكومي في النهاية لتكون هي الطرف الذي يتحمل المخاطر حقيقة، كما سبق في الفصل الثالث. وبدلاً من تحمل هذا الثمن الباهظ كان من الممكن لأعضاء السوق الاتجاه اختيارياً إلى النشاط غير الربحي لمعالجة المخاطر من البداية.

---

[١١] هذا المعنى ينسب إلى آيناشتاين: 'A problem cannot be solved at the level it was created'. انظر مثلاً: brainyquote.com (12.2006).

[١٢] Chapra (2000), p. 25.

وهذا لا يعني التقليل من الأدوات الربحية لمعالجة المخاطر إذا كانت وفق الضوابط الشرعية. لكن هذه الأدوات مع أهميتها تظل محدودة التأثير مقارنة بالأساليب غير الربحية. ومن الناحية الشرعية فإن الأدوات غير الربحية محل قبول من جميع الفقهاء المعاصرين، كما يتضح ذلك في التأمين التعاوني، في حين تخضع الأدوات الربحية لقيود متعددة، كما سيأتي لاحقاً. فالصيغ التعاونية تتضمن مرونة أكبر من الناحية الشرعية، وفي الوقت نفسه فعالية أكبر في توزيع المخاطر.

التعاون والتبرع المتبادل

النشاط غير الربحي ليس قاصراً على الصدقات أو التبرعات، بل يرتقي إلى أعلى من ذلك من خلال التبرع المتبادل أو التعاون. والتعاون يختلف عن التبرع المحض أو الإحسان، فهو علاقة تبادلية مشتركة تجمع مصالح الطرفين دون مشاحة أو منافسة. ومن المفيد لهذا الغرض الإشارة إلى أنواع العلاقات بين الأشخاص بحسب مراحل النضج الإنساني، وفق التقسيم الذي عرضه ستيفن كوفي في كتابه "العادات السبع"، **وهي**:[١٣]

١. الاعتماد (dependence).

٢. الاستقلال (independence).

٣. الاعتماد المتبادل (inter-dependence).

[١٣] Covey (1990).

النوع الأول هو الاعتماد على الآخرين، وهذا يحصل خاصة في المراحل الأولى من عمر الإنسان، حيث يكون عالة على أهله وذويه. النوع الثاني هو الاستقلال، وهي المرحلة التي يحرص فيها المرء أن يستقل مادياً ومعنوياً عن الآخرين. النوع الثالث هو الاعتماد المتبادل، وهذا يحصل في المرحلة الأكثر نضجاً، حيث تصبح العلاقة تبادلية بين أشخاص مستقلين، بما يمكن أن يحقق لكل منهم من المصالح ما لا تنفرد بتحقيقه العلاقات السابقة.

هذه الأنواع الثلاثة لها ما يقابلها في النشاط الاقتصادي. فعلاقة الاعتماد تقابل الإحسان والتبرع المحض، حيث يكون الطرف المعتمد على الآخرين هو المستفيد من هذا التبرع. النوع الثاني وهو الاستقلال، يقابل المعاوضة، حيث يبحث كل طرف عن مصلحته الخاصة المستقلة عن الطرف الآخر. النوع الثالث، وهو الاعتماد المتبادل، يقابل التعاون والتبرع المتبادل. هذه العلاقة ليست تبرعاً محضاً ولا هي معاوضة محضة، بل هي مرحلة متقدمة تجمع بين بعض سمات المعاوضة وبعض سمات التبرع، وتصبح لذلك نوعاً مستقلاً يتميز عن كل من النوعين. وأساس العلاقات الاجتماعية يرجع في الحقيقة إلى هذا النوع.[١٤]

وقد أشار القرآن الكريم إلى أنواع العلاقات في قوله ﷻ: يا أيها الذين آمنوا أنفقوا مما رزقناكم من قبل أن يأتي يوم لا بيعٌ فيه ولا خُلَّةٌ ولا شفاعة (البقرة، ٢٥٤). فالبيع معاوضة، والشفاعة من الإحسان والتبرع، والخُلة علاقة متبادلة. ومنه قوله ﷻ: إن الله يأمر بالعدل والإحسان وإيتاء ذي القربى (النحل، ٩٠). فالعدل يشمل المعاوضة، والإحسان يشمل التبرع، وإيتاء ذي القربى علاقة متبادلة، فلا هي معاوضة محضة ولا تبرع محض.

---

[١٤] Gintis et al. (2005).

وسنرى لاحقاً أن التأمين التعاوني قائم على هذا النوع من العلاقات، فهو ليس من باب الهبات ولا هو من باب المعاوضات. وهذا مما يبين ما تمتاز به المنتجات الإسلامية من توظيف للعلاقات الإنسانية بصورة تنفرد بها عن المنتجات التقليدية.

مبدأ الحِلّ

هذا المبدأ يتصل بالمنهجية لكن التسلسل المنطقي يقتضي عرضه هنا. المبدأ ينص على أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية.[١٥] وهو قائم على أن الفطرة الإنسانية خيّرة من حيث المبدأ، وأن التعاملات، المالية والاجتماعية عموماً، هدفها إشباع الاحتياجات الفطرية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والمشروعية.

والمتتبع لمنهج التشريع يجد أن الشرع يركز على المحرمات فيما يتعلق بالمعاملات الربحية، كالربا وأكل المال بالباطل، لكنه يؤكد على الواجبات فيما يتعلق بالتصرفات غير الربحية، كالزكاة والصدقات. السبب أشار إليه الشاطبي رحمه الله،[١٦] من أن الأعمال التي تدفع إليها حوافز فطرية قوية يتجنب الشرع زيادة التأكيد عليها لئلا يفضي ذلك إلى التطرف في ممارستها، بل يركز على تهذيبها وبيان حدودها لئلا تتجاوزها، كما هو الحال في التصرفات الربحية بسبب قوة الحافز لطلب الربح والمال. أما التصرفات التي قد تضعف الحوافز الدافعة إليها، كالتبرعات والصدقات، فإن الشرع يؤكد عليها ليجبر النقص في الحوافز.

---

[١٥] **الفواعد النورانية**، ص١٦٣-١٦٤.

[١٦] **الموافقات**، ١٦٢/٢-١٦٨.

ولذلك نجد القرآن يؤكد كثيراً على الزكاة، ولا يركز بالدرجة نفسها على طلب المال والرزق. ليس لأن الشرع لا يشجع على الكسب والتجارة، بل ليحقق التوازن بين الحوافز الفطرية وبين التوجيهات الشرعية.

وقاعدة الحل تقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات، وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانه، كما هو شائع. فإن المحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناء على هذه القاعدة. ولذلك إذا وجد رأيان بخصوص عقد معين، أحدهما يختار المنع والآخر الجواز، فإن القائل بالمنع هو الذي يلزمه بيان الدليل، أما القائل بالجواز فلا يلزمه الدليل لأنه موافق للأصل.

وقاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي. فإنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها، بخلاف المحرم فإنه محصور ومحدد. ولذلك تعد هذه القاعدة أساسية في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.

أصول المبادلات الممنوعة

وإذا كان محور الدراسة في المعاملات الربحية هو المعاملات المحرمة، فإن تحديد أصول هذه المعاملات سيكون مفيداً في تحديد دائرة الممنوع. وقد قرر العلماء أن معظم المنهيات الشرعية في المعاملات الاختيارية ترجع إلى أحد أمرين: الربا أو الغرر.[١٧] أما الربا فهو يرجع إلى الظلم، وأما الغرر فهو يرجع إلى الجهل. وهذان هما جذور الانحراف في السلوك البشري، وجمع بينهما قوله ﷻ: وحملها

[١٧] انظر مثلاً: **أحكام القرآن**، ٢٤٤/١.

الإنسان إنه كان ظلوماً جهولاً (الأحزاب، ٧٢).[١٨] وقد سبقت مناقشة الغرر تفصيلاً، ولذلك سنشير هنا إلى موطن الخلل في الربا، والعوامل المشتركة بينه وبين الغرر.

الرّبا

لم ينفرد الإسلام بتحريم الربا، بل اتفقت على ذلك الأديان السماوية.[١٩] ومشكلة الفائدة على القروض، التي تمثل أوضح صور الربا، أنها تفصل بين التمويل وبين التبادل المولد للثروة. ويترتب على ذلك أن يصبح معدل نمو المديونية منفصلاً ومستقلاً عن معدل نمو الناتج الحقيقي. وحيث إن نمو المديونية في هذا النظام لا يخضع لمقتضيات النشاط الحقيقي، بل تنمو بمجرد مرور الزمن، فإن المديونية تأخذ في النمو والازدياد بدرجة أسرع من نمو الاقتصاد الحقيقي، حتى تتفاقم المديونية وتصل إلى درجة لا يمكن معها الوفاء بهذه الديون. وتصبح من ثم الفوائد على هذه الديون الهائلة نزيفاً مستمراً في الاقتصاد وعبئاً ثقيلاً على الدخل.

وهذا هو الحاصل اليوم في الدول الصناعية والنامية على السواء. فديون الحكومة الأمريكية اليوم تصل إلى ٨,٦ تريليون دولار، وهو مبلغ يتعذر الوفاء به في المدى المنظور. أما تكلفة تكلف هذه الديون فتصل إلى أكثر من ٤٠٠ مليار من الفوائد سنوياً.[٢٠]

---

[١٨] **فتاوى ابن تيمية**، ٣٤٨/٣.

[١٩] **مصرف التنمية الإسلامي**، ص٨٨-١٠٢.

[٢٠] موقع خزينة الحكومة الأمريكية: publicdebt.treas.gov (12.2006).

أما الدول النامية فبحسب إحصائيات الأمم المتحدة فإن نسبة الفوائد أو ما يسمى خدمة الدين تتجاوز لبعض الدول الفقيرة ٧٠ في المائة من صادراتها التي تمثل المصدر الأهم للعملة الصعبة ومن ثم الرافد الأهم للدخل القومي.[٢١] كما يتجاوز مجموع إنفاق دول القارة الأفريقية على خدمة الديون مجموع ما تنفقه على الرعاية الصحية لمواطنيها.[٢٢]

أي أن التمويل بدلاً من أن يكون عاملاً مساعداً لزيادة الدخل وتحقيق الرفاهية، أصبح في ظل نظام الفائدة عبئاً عليه وسبباً لتدهور المستوى المعيشي، وبدلاً من أن يكون التمويل خادماً للنشاط الاقتصادي أصبح النشاط الاقتصادي خادماً للتمويل.

وعائد التمويل في الأصل يفترض أن يكون من القيمة المضافة التي يسهم في تحقيقها من خلال التبادل والتعاملات الحقيقية، ولكن مع النمو غير المنضبط للمديونية، يصبح عائد التمويل أكبر بكثير من نصيبه في القيمة المضافة إن وُجدت، وهذا ما يجعل التمويل عاملاً سلبياً في النمو الاقتصادي بدلاً من أن يكون عاملاً إيجابياً. وبطبيعة الحال، ما لم يتم تصحيح هذا الوضع بشكل أو بآخر، فإن مآل الاقتصاد سيكون الاختناق تحت وطأة هذه الديون.

ولهذا نجد أن الشريعة الإسلامية تجعل التمويل الربحي جزءً لا يتجزأ ولا ينفك عن التبادل الحقيقي، وبذلك يصبح عائد التمويل يسير جنباً إلى جنب مع القيمة المضافة التي يولدها التبادل. وهذا يتفق مع طبيعة التمويل ووظيفته الاقتصادية. فلما كان الهدف من التمويل تسهيل وتشجيع المبادلات الحقيقية،

---

[٢١] World Bank (2005).

[٢٢] www.africaaction.org (12.2006).

كان التمويل في العقود الإسلامية تابعاً للبيوع والعقود الحقيقية. ولهذا ليس في الشريعة الإسلامية عقد يتمحض للتمويل المجرد بقصد الربح، لأن هذا ينافي طبيعة التمويل ووظيفته الاقتصادية. كما أنه يؤدي إلى تفاقم الديون ونموها خارج حدود السيطرة بما يهدد النشاط الاقتصادي أساساً. فالتمويل الإسلامي يقدم الآلية المثلى في ضبط نمو المديونية لتكون متوافقة مع القيمة المضافة التي يولدها. وبهذا يتبين الفرق بين قيمة الأجل في البيع وقيمة الأجل في القرض. فالأولى مقبولة شرعاً لأنها تترافق مع القيمة المضافة للتبادل، في حين يخلو القرض مجرداً من هذه القيمة، ولذلك تصبح ممنوعة شرعاً.

والفرق بين الدَين التابع للتبادل والدَين المستقل عنه يشبه إلى حد بعيد الفرق بين الخلية الطبيعية والخلية السرطانية. فالخلية الطبيعية تخضع في نموها وانقسامها لضوابط الجسم التي تضمن تناسق أداء الأعضاء المختلفة لإنتاج الطاقة. أما الخلية السرطانية فلا تخضع لهذه الضوابط بل تنو تلقائياً وتتضاعف دون اعتبار لإنتاج الجسم للطاقة.[٢٣] ولذلك تكون النتيجة استحواذ الورم السرطاني على الطاقة على حساب الجسم، وتكون النهاية هلاك الجسم وهلاك الورم نفسه تبعاً لذلك. وهذا ما يمكن أن يحدث للمديونية في ظل نظام الفائدة: تنمو الديون وتستحوذ على الثروة على حساب الوحدات المنتجة. وإذا ترك الأمر كذلك فستكون النهاية اضمحلال الاقتصاد وخسارة الجميع: الدائنين والمدينين. وصدق النبي ﷺ إذ قال: "الربا وإن كَثُر فإن عاقبته تصير إلى قُلّ".[٢٤]

---

[٢٣] Buckman (1997), p. 9.

[٢٤] رواه ابن ماجه والحاكم. **صحيح الجامع** (٣٥٤٢) و(٥٥١٨). و"قُـلّ" بالضم من القلة، مثل ذُل وذلة.

مبدأ التكامل

ومن خلال ما سبق يتبين المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات المالية: إنه التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية. فالربا عزل لتفضيلات الزمن عن توليد الثروة، بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالخطر. وحيث إن الزمن والخطر وجهان لعملة واحدة، كما سبق، لم يكن غريباً أن تأتي الشريعة الإسلامية بتحريم الأمرين معاً.

وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي. ولكن هذا الفصام مصطنع ولا ينسجم مع طبيعة العلاقات الاقتصادية، ولذلك لا يمكن أن يستمر، وهو ما يجعل تكاليف بقاء الفصل بين القطاعين تتزايد باستمرار، مما يناقض هدف الفصل الأساسي وهو الكفاءة وخفض التكاليف. وفي النهاية فإن الذي سيدفع هذه التكاليف هو القطاع الحقيقي لأنه هو مصدر الثروة الفعلية، وستكون هذه التكاليف أضعاف تلك اللازمة لإبقاء التكامل والترابط بين القطاعين منذ البداية.

بين التكامل والتخصص

مبدأ التكامل يفرض بطبيعته قيوداً على النشاط الاقتصادي، ولكن هذه القيود من شأنها أن تزيد الإنتاجية لا أن تخفضها. وقد سبق أن الدراسات تشير إلى أنه ليس كل القيود تنقص من الكفاءة. والدراسات المعنية بالدور المؤسسي في النشاط الاقتصادي تؤكد على أن القيود التي تفرضها المؤسسات تسهم في خفض

التكاليف الإجرائية والمعلوماتية.[٢٥] والتخصص الذي يدفع النشاط الاقتصادي، كما قرر الاقتصاديون منذ قرون، هو في الحقيقة نوع من التقييد المنتج لنشاط الوحدات الاقتصادية.

والمدافعون عن المشتقات يرون أن فصل المخاطر عن الأصول الحقيقية يعزز الكفاءة لأنه نوع من التخصص وتقسيم العمل الذي يرفع الإنتاجية. ولكن الخطر مفهوم مجرد لا يوجد إلا في الأذهان ويمتنع وجوده خارج الذهن البشري، كما سبق. وهذا يعني أن فصل المخاطر عن النشاط الحقيقي تجريد أكثر منه تخصص. فالتخصص يعني الاقتراب من الواقع بشكل أكبر ومن ثم فرض مزيد من القيود الفعلية على النشاط الاقتصادي، بينما التجريد يعني الابتعاد عن الواقع والتخفف من القيود التي تفرضها تعقيداته الكثيرة. فالتجريد في الحقيقة ينافي التخصص فضلاً عن أن يكون أحد أنواعه.

تقويم المنتجات المالية

بناء على مبدأ التكامل فإن مبادلة النقد بالنقد بقصد الربح ستكون غير مقبولة لغياب القيمة المضافة للتبادل، وعليه فإن المبادلة يجب أن تتضمن عنصراً حقيقياً، كالسلع والمنافع والخدمات، لتكون مقبولة شرعاً. ولكن وجود العنصر الحقيقي، مع كونه شرطاً لصحة التبادل بقصد الربح، إلا أنه ليس سبباً كافياً للجواز. ففي كثير من الحالات يمكن توسيط سلع أو منافع لا تولد أي قيمة مضافة وإنما بقصد التمويل أو تبادل المخاطر، وهو ما عرف تاريخياً بالحيل الفقهية. فتصبح المبادلة مقبولة شكلاً وصورة، لكنها مضموناً ومآلاً تنتهي إلى النتيجة نفسها التي ينتهي

[٢٥] North (1990).

إليها القرض بفائدة أو المشتقات المالية. فيصبح تبادل السلع والخدمات وسيلة تابعة للتمويل وتداول المخاطر، بدلاً من أن يكون التمويل وتبادل المخاطر تابعاً للتبادل. فالحيل إذن تعكس الهدف من التبادل وتقلب موازين النشاط الاقتصادي، فتجعل التابع متبوعاً، والوسيلة هدفاً، مع كونها في النهاية تؤدي إلى فصل التمويل وتبادل المخاطر عن النشاط الحقيقي، فهي تتضمن جميع المفاسد المترتبة على الربا والميسر التي سبق الحديث عنها.

إن مشكلة الحيل تنشأ بسبب غموض العلاقة بين الصورة والحقيقة أو بين الشكل والمضمون أو بين الإجراءات والمقاصد. فأيهما كان مقدماً على الآخر فإنه سيحدد الموقف من الحيل من حيث المبدأ. وهذه المشكلة ليست خاصة بالفقه الإسلامي، بل وجدت في القانون الغربي فيما يتعلق بالاختيارات والمستقبليات، كما سبق الحديث عنها. كما تنشأ المشكلة نفسها فيما يتعلق بأنظمة المحاسبة المالية، كما ظهر ذلك في أزمة شركة إنرون وغيرها من الشركات التي كان للتلاعبات الشكلية دوراً أساسياً في الالتفاف على الأنظمة وأخيراً ضياع أموال المستثمرين.[٢٦]

لكن مما يميز التشريع الإسلامي عن القوانين الوضعية هو البعد الأخلاقي الذي يتمثل في أثر المقاصد والنيات في التصرفات. بدون هذا الجانب يصبح التشريع بناء خاوياً وتصبح أحكامه خاضعة لمنطق الاستغلال والاعتساف بما يحقق المصالح الجزئية على حساب المصالح الكلية. ولهذا اتفق الفقهاء على القاعدة الكلية: "الأمور بمقاصدها"[٢٧] بناء على الحديث الصحيح: "إنما الأعمال

---

[٢٦] Partnoy (2003).

[٢٧] **جمهرة القواعد الفقهية**، ١/١٢٩-١٣٨.

بالنيات وإنما لكل امرئ ما نوى"،[٢٨] وغيره من نصوص الكتاب والسنة. وهذه القاعدة تحدد معالم العلاقة بين الصورة والحقيقة، أو بين الوسائل والمقاصد. وهذا ما يقودنا إلى المبدأ التالي للهندسة المالية:

مبدأ المناسَبة

مصطلح "المناسَبة" يستخدم في أصول الفقه للدلالة على تناسب الحكمة مع علة الحكم التكليفي، بحيث تترتب المصلحة المقصودة على الحكم إذا وجدت العلة المقتضية له. فعلة تحريم الخمر هي الإسكار، والحكمة من التحريم هي حفظ العقل، وهذه الحكمة تتحقق من تحريم كل ما وجد فيه وصف الإسكار.[٢٩]

والمراد بالمناسبة هنا هو تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة. وهذا يعني أنه لا بد من ملائمة الشكل مع المضمون، وتوافق الوسائل مع المقاصد. فالصورة لا تكفي وحدها لتقويم المنتج المالي، كما أن الهدف والغاية لا يكفي وحده أيضاً. فالغاية لا تبرر الوسيلة، كما أن الوسيلة لا تكفي لتبرير الغاية، بل لا بد من جواز الأمرين معاً.

والصورة تُعدّ مقبولة ما لم تتعارض مع الحقيقة، فإن وُجد التعارض فالعبرة بالحقيقة. وهذا هو مدلول القاعدة الفقهية: "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".[٣٠] فالأصل أن الألفاظ دالة على المعاني ومتضمنة لها. لكن إن تبين أنّ المعنى ينافي اللفظ، وأن المقصود ينافي العقد، فالعبرة حينئذ بالمعنى والمقصود.

---

[٢٨] متفق عليه. **جامع الأصول** (٩١٦٣).

[٢٩] انظر مثلاً: **البحر المحيط**، ٢٠٦/٥-٢٠٧.

[٣٠] وهي القاعدة الثانية من قواعد المجلة. انظر: **شرح القواعد الفقهية**، ص٥٥، و**جمهرة القواعد الفقهية** ٥٥٠/١-٥٦٢.

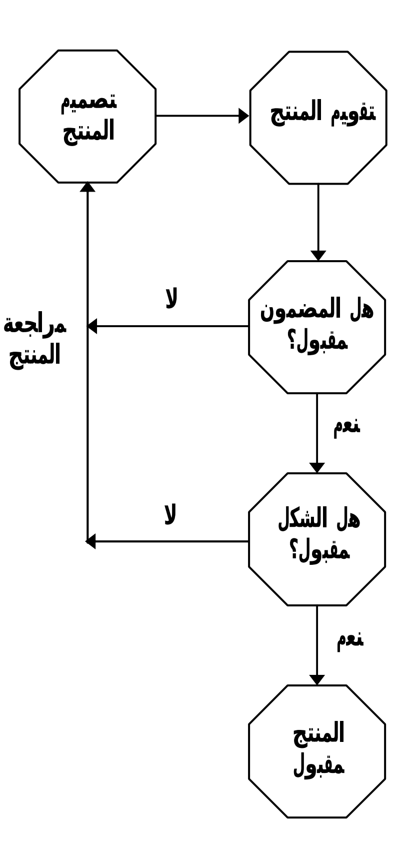
وبناء على ذلك فإن تقويم المنتج المالي يجب أن يمر بمرحلتين:

١. النظر في الهدف والغاية من المنتج. فإن كانت مقبولة، فينظر حينئذ في الإجراءات. وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداء غير مقبول.
٢. النظر في الإجراءات التعاقدية، فإن كانت صحيحة، كان المنتج مقبولاً، وإلا لزم مراجعة الإجراءات.

فإذا كان الهدف مشروعاً، وجب النظر في الوسائل المستخدمة للوصول إليه. فإن كانت مشروعة تحقق حينئذ مشروعية الغاية والوسيلة معاً، فيكون العقد صحيحاً شكلاً ومضموناً. أما إن كان الهدف مشروعاً لكن الوسيلة غير مشروعة، فالغاية لا تبرر الوسيلة، بل يجب تصحيح الإجراءات والبحث عن الأسلوب المناسب للوصول للغاية المشروعة. أما إذا كانت الغاية غير مشروعة ابتداء، فمهما كانت الوسيلة فلن تجدي في تصحيح هدف غير مشروع (انظر الشكل ١١).

ومن أوضح الأمثلة على ذلك المقارنة بين المرابحة للآمر بالشراء وبين العِينة بصورها المختلفة. فالمرابحة تهدف لتحقيق الربح لطرف، وهو الممول، والحصول على السلعة للطرف الثاني، وهو العميل. وكلا الهدفين مشروع، لأن الربح هدف مشروع بلا ريب، كما أن الحصول على السلعة لأجل الانتفاع أو المتاجرة بها، هو أيضاً مقصد مشروع.

فالهدف من المرابحة مشروع. وعليه فالخطوة التالية هي النظر في الوسائل والإجراءات المتخذة لهذا الغرض. فيجب أن يتملك الممول السلعة وتدخل في ضمانه، كما يجب ألا يكون وعده بالبيع الآجل ملزماً له قبل تملكه للسلعة لئلا



شكل (١١): مراحل تقويم المنتج المالي

يدخل في بيع ما ليس عنده أو بيع الدين بالدين. فإذا استوفت المعاملة هذه الضوابط تحقق فيها مشروعية الهدف والوسيلة معاً، فتكون منتجاً مقبولاً.

وفي المقابل فإن الهدف من العِينة هو توفير النقد الحاضر للعميل مقابل أكثر منه في ذمته. وهذا الهدف هو نفسه هدف القرض الربوي، سواء بسواء. ومن غير المقبول أن يكون هذا الهدف صحيحاً أو مشروعاً إذ هو يناقض تحريم الربا مناقضة صريحة. وعليه فإن العِينة لا يمكن أن تكون مقبولة شرعاً وإن تضمنت

تملك السلعة واستوفت إجراءات القبض والضمان والحيازة وغيرها، لأن كل هذه الإجراءات لا تستخدم لهدف مشروع، ومشروعية الوسيلة لا تغني عن مشروعية الغاية.

ونظير ذلك أن الشرع حرم لحم الخنزير وعده رجساً بغض النظر عن كيفية ذبحه. فلا ينفع مع هذا التحريم التذكية أو التسمية ونحوها، لأن اللحم نفسه رجس ونجس. وفي المقابل فإن لحوم الأنعام طيبة ومشروعة، لكن ذلك لا يغني عن وجوب التذكية والتسمية وسائر الضوابط الشرعية للذبيحة. فإذا كان اللحم نفسه طيباً، لزم اتباع الإجراءات الشرعية للتذكية، لكن إذا كان اللحم نفسه رجساً، فلن تجدي إجراءات الذبح في جعله حلالاً طيباً.

استراتيجية تطوير المنتجات

تمتاز المنتجات الإسلامية بأنها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.[٣١] فالمصداقية تنبع من مبدأ التكامل الذي يحقق مقاصد الشريعة في تحقيق القيمة المضافة، بينما تتحقق الكفاءة من خلال مبدأ المناسبة الذي يجنب هذه المنتجات الوقوع في الصورية غير المنتجة. هذه الخصائص مهمة عند العمل على تطوير المنتجات المالية.

يمكن تصنيف استراتيجيات التطوير بناء على نقطة البداية التي تنطلق منها. فالبداية إما أن تكون من منتَج مالي (وهو جانب العرض)، أو تكون من احتياجات العميل (وهو جانب الطلب). والمنتَج إما أن يكون مشروعاً أو غير مشروع. فتكون مناهج التطوير إجمالاً ثلاثة:

[٣١] انظر: "صناعة الهندسة المالية".

١. المحاكاة لمنتج غير مشروع.
٢. التحوير لمنتج مشروع.
٣. تتبع الاحتياجات الفعلية.

المحاكاة

المحاكاة هي الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة الإسلامية اليوم. وفكرتها في غاية البساطة: فإذا كان المنتج المطلوب هو القرض بفائدة، فيجب البحث عن بديل للقرض بفائدة من خلال الصيغ التي تنتهي إلى نقد حاضر بيد العميل مقابل أكثر منه في ذمته للمصرف. وإذا كان المصرف التقليدي يقدم الوديعة لأجل فالمصرف الإسلامي يجب أن يجد صيغة تحقق النتيجة نفسها، بحيث يسلم العميل نقداً للمصرف ويضمن المصرف للعميل أكثر منه بعد مدة محددة، وهكذا.

فالمحاكاة تعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة، وهي النتيجة نفسها التي يحققها المنتج الربوي، ثم يتم توسيط سلع (معادن أو أسهم أو غيرها)، ليست مقصودة لا للمصرف ولا للعميل، لمجرد الحصول في النهاية على النتيجة المطلوبة، وهي هنا النقد الحاضر مقابل أكثر منه، سواء كان المدين هو العميل أو البنك.

وهذه المنهجية لها مزايا ولها سلبيات. فأبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات. فلا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع.

وهذا بدوره يعني ضمان رواج المنتجات المقلدة إذا كان العملاء لا يقبلون المنتجات غير الإسلامية.

سلبيات المحاكاة

لكن في المقابل هناك الكثير من السلبيات لهذه المنهجية:

١. أول هذه السلبيات أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها. وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة ابتداء. والبعض ربما يظن أن الالتزام بالشريعة يقتضي تعطيل العقل والمنطق وعدم البحث عن الفروق الفعلية بين المنتجات الإسلامية والربوية. وهذا للأسف يناقض مناقضة صريحة نصوص الكتاب والسنة التي تجعل محور الإيمان التفكر والتدبر وإعمال العقل، كما تجعل العبرة أساساً بالمضمون والجوهر، وأما الشكل فهو تابع للمضمون وليس مقدماً عليه، كما سبق.

وإذا كانت الحكمة من بعض القواعد الشرعية قد تخفى أحياناً، فهذا لا يبرر افتراض عدم وجود الحكمة ابتداء. فالحكمة ثابتة قطعاً، علمها مَن علمها وجهلها مَن جهلها، وليس الجهل بها مبرراً لنفي وجودها أصلاً. بل الواجب البحث عنها والتعرف على معالمها، لا أن يصبح الجهل بها ذريعة لتفريغ الضوابط الشرعية من مضمونها.

٢. وفي ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية. ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، لتكون المنتجات

الإسلامية المقلدة أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

٣. وحيث إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها (وإن لم تنجح في ذلك)، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض للمشكلات والأمراض نفسها، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية، بحيث تصبح الصناعة الإسلامية في النهاية مجرد صدى وتابع للصناعة التقليدية.

فالمنتجات المقلدة للقرض الربوي مثلاً تنشأ عنها نفس المشكلات التي تنشأ عن القرض الربوي، مثل تغير معدلات الفائدة والحاجة لجدولة الدين وتداوله. ولهذا تجد المؤسسات الإسلامية نفسها مضطرة لمحاكاة أدوات الفائدة المتغيرة، التي تستلزم بدورها محاكاة أدوات التحوط والمقايضة للفائدة (interest swap) السائدة في الصناعة التقليدية. كما تجد المؤسسات الإسلامية نفسها مضطرة أيضاً لمحاكاة أدوات جدولة الدين وتداول الديون وسائر المنتجات المتعلقة بها.

فالمنتج الربوي جزء من منظومة مترابطة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة. ومحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، وهو القرض بفائدة، يجر الصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة الإسلامية مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة الربوية. وبذلك فإن كل الأمراض والمشكلات التي تعاني منها الصناعة الربوية ستنتقل بدورها إلى الصناعة الإسلامية. وبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم، يصبح للأسف ضحية أخرى لهذه المشكلات.

٤. وإذا قرَّرَت بعض المؤسسات الإسلامية التوقف عن التقليد في منتصف الطريق، حفاظاً على شخصيتها ومبادئها، وقعت في التناقض ووجدت نفسها في طريق مسدود، وأصبحت غير قادرة على المنافسة مع المؤسسات التي تمضي في عملية التقليد إلى نهايتها. والخروج من هذه الأزمة لا يكون بالتوقف في منتصف الطريق، بل بسلوك طريق آخر من البداية والعمل على تغيير قواعد اللعبة أساساً. أما القبول بقواعد اللعبة التي وضعتها الصناعة الربوية ثم محاولة اللعب ضمن المعايير الشرعية، فهي محاولة محكوم عليها بالإخفاق مقدماً.

وما سبق لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها.[٣٢] ولكن فرق بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة الربوية ويجسد فلسفتها المناقضة للاقتصاد الإسلامي.

التحوير

المقصود بالتحوير هو البدء من منتج مقبول شرعاً ثم تحوير بعض عناصره أو أجزائه محاولة للوصول لمنتج جديد. مثال ذلك لو اشترط في عقد المضاربة أن يكون تسليم المال بعد بدء العمل بدلاً من أن يكون عند التعاقد، كما سيأتي. كما يمكن تطبيق هذه الاستراتيجية في اشتقاق منتج جديد من منتجين أو أكثر. ومن أمثلة ذلك عقد الاستصناع، فهو عقد يمكن اعتباره مشتقاً من عقدين: الإجارة

[٣٢] ورد مرفوعاً بإسناد ضعيف عند الترمذي وابن ماجه. **ضعيف الجامع** (٤٣٠٢).

والسلم، لكنه يمتلك سماته التي ينفرد بها عن كل منهما.

ويمكن تطبيق هاتين الصيغتين من خلال تحوير منتج ثم دمجه مع آخر. وبهذه الطريقة يمكن توليد ما لا حصر له من المنتجات. وبطبيعة الحال لن تكون كل هذه المنتجات مقبولة شرعاً، لكن نظراً لأن نقطة البداية هي منتجات مقبولة، ونظراً إلى أن الأصل الحل، فستكون نسبة كبيرة منها حرية بالقبول.

ومن الممكن في هذا المجال تطبيق منهجية ما يسمى "الخوارزميات الجينية" (genetic algorithms).[٣٣] حيث يتم تحليل المنتجات المقبولة ابتداء إلى عناصر محددة (تمثل الجينات)، ثم العمل على إعادة تركيب هذه العناصر من خلال التحوير ومن خلال الدمج، ثم تقويم المنتجات الحاصلة وفق معايير محددة. ويتم تكرار هذه الطريقة إلى أن تتضاءل نسبة التحسن في جودة المنتجات بدرجة معينة. وقد استخدمت الخوارزميات الجينية في مجالات متعددة لتطوير حلول مناسبة، لكنها فيما يظهر لم تطبق حتى الآن في مجال تطوير المنتجات المالية.

الاحتياجات الفعلية

هذه الاستراتيجية تعتمد على استكشاف وتحليل الاحتياجات الحقيقية للعملاء ثم العمل على تصميم المنتجات المناسبة لهم. والاستجابة لاحتياجات العملاء هي مصدر الإبداع والابتكار. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها. ولا ريب أن هذه الاستراتيجية قد تكون مكلفة، لكنها في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية. والتكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض

---

[٣٣] Goldberg (1989), Holland (1995), Mitchell (1998).

التكاليف إلى مستوى التكلفة الحدية المعتادة في المنتجات المالية. لكن المؤسسة التي تبادر أولاً تنجح في استقطاب نسبة أكبر من السوق ومن ثم تضمن جدوى طرح المنتجات الجديدة ابتداء.

كثيراً ما يتم الخلط بين الاحتياج الفعلي وبين الأدوات أو المنتجات المالية المستخدمة لإشباع هذه الاحتياجات. فالقرض أداة أو منتج مالي، لكن الاحتياج الفعلي ليس الحصول على النقد وإنما السلع أو الخدمات التي سيستخدم النقد لأجل امتلاكها. فليست النقود هي الحاجة الفعلية لطالب القرض، بل هي مجرد وسيلة. فالنقود المطلوبة في التمويل لا تراد لذاتها وإنما لإتمام عمليات التبادل الفعلي، ولذلك كان التمويل وسيلة لإتمام التبادل الحقيقي. فالتبادل هو الهدف والتمويل مجرد وسيلة له. وإذا كان التمويل بطبيعته وسيلة لتلبية الاحتياجات الفعلية، فالعمل على تلبية هذه الاحتياجات يستلزم دخول المصرف في ترتيبات مع مقدمي السلع والخدمات الحقيقية التي يحتاجها العميل. فإذا كان العميل يحتاج النقد لشراء سلع أو خدمات معينة، فيمكن للمصرف أن يبرم ترتيباته مع الجهة البائعة، من خلال المرابحة للآمر بالشراء مثلاً، بحيث لا يحتاج العميل أن يحضر إلى المصرف بل يتمم كل إجراءاته في الموقع. فلا حاجة للحصول على النقد ثم إتمام التبادل، بل يتم تمويل التبادل مباشرة وفق الضوابط الشرعية، وهذا ما يجعل التمويل الإسلامي من حيث المبدأ أكثر كفاءة من التمويل التقليدي.[٣٤] والسبب هو ارتباطه المباشر بالهدف من التمويل، وهو التبادل.

وإذا كان العميل يحتاج النقد لسداد ديون سابقة، فالكلام في الدائن كالكلام في المدين سواء بسواء. فالدائن بدوره يحتاج النقد لينفقه إما لأغراض استهلاكية

---

[٣٤] Al-Jarhi (2002).

أو استثمارية، وفي الحالتين يمكن للمصرف أن يكون على استعداد لإتمام إجراءات التبادل وفق الصيغ الإسلامية. فالنقد في النهاية وسيلة للتبادل، أو مجرد "حجاب" (veil) وفق النظرية الكلاسيكية. وهذا يعني أنه يمكن، عند توافر التقنية اللازمة، الاستغناء إلى حد كبير عن النقد من خلال ترتيب إجراءات عملية التبادل مباشرة. وربما كان من الصعب تحقيق هذا الهدف في الماضي لغياب التقنية الضرورية، أما اليوم فإن التقدم الهائل في تقنية الاتصال ووسائل إبرام العقود عن بُعد يعني أنه من السهل جداً إتمام العمليات اللازمة لإتمام التبادل وفق الضوابط الشرعية.

والاتجاه السائد عالمياً هو انحسار دور النقد السائل في العمليات الاقتصادية، وسيصبح المجتمع في المستقبل خالياً من النقد (cash-less society).[٣٥] وفي مثل هذا المجتمع لا معنى للحصول على القرض بفائدة (أو المنتجات المقلدة له) لأن النقد لم يعد مطلوباً استقلالاً، ومن ثم يصبح التمويل المرتبط بالتبادل هو الأصل وهو النمط السائد. وهذا يعزز من الترابط بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، ومن ثم يرفع الكفاءة ويعزز الإنتاجية. وهو نفسه المبدأ الذي يقوم عليه التمويل الإسلامي، وهو ربط التمويل بالتبادل مباشرة. فالمستقبل إذن هو للتمويل الإسلامي.

[٣٥] Shiller (2003), pp. 73-75.

خاتمة

يرسم هذا الفصل بعض معالم الهندسة المالية من منظور إسلامي، من خلال تحديد أبرز المبادئ والمناهج لتطوير المنتجات المالية. الفصل القادم يقدم أمثلة تطبيقية في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

(٧)

أدوات إسلامية للتحوط

سبق أن المخاطر جزء من طبيعة النشاط الاقتصادي، ولذا فإنه باعتراف الخبراء من المستحيل تحقيق ربح دون تحمل مخاطر.[١] فالهدف من التحوط إذن ليس اجتناب المخاطر وإنما إدارتها والسيطرة عليها، وهذا هو المفهوم الحديث لوظيفة المصارف.[٢] والمأزق الذي تواجهه الصناعة التقليدية يتمثل في سيطرة جانب المجازفة على جانب التحوط، وغلبة المبادلات الصفرية على المبادلات المولدة للثروة. فالتحدي إذن هو في تصميم أدوات ومنتجات تنجح في تحقيق التحوط وإدارة المخاطر دون أن تنجرف إلى دائرة المجازفة والمراهنة.

هناك عدة طرق للتحوط يمكن أن تحقق هذا الهدف، يمكن تصنيفها كما يلي:

١. التحوط الاقتصادي.
٢. التحوط التعاوني.
٣. التحوط التعاقدي

---

[١] "Nothing ventured, nothing gained." Bernstein (1996), p. 256.

[٢] Heffernan (1996), p. 163.

التحوط الاقتصادي

ويراد به أساليب التحوط التي لا تتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر. وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنويع الأصول الاستثمارية (diversification). وهذا باعتراف الخبراء هو أفضل "سلاح" في مواجهة المخاطر.[٣]

ويمكن تطبيق التنويع بصور مختلفة فيما يتعلق بالتمويل الإسلامي. فيمكن للمؤسسات الإسلامية تنويع محافظها بين البيع الآجل وبين السلم بما يحيد مخاطر كل منهما. فالبيع الآجل معرض لمخاطر التضخم أو انخفاض القوة الشرائية، خاصة إذا كانت العقود ذات آجال متوسطة أو بعيدة. هذه المخاطر يمكن تحييدها من خلال عقود سلم في سلع متنوعة، حيث تصبح موجودات المؤسسة المالية محفظة من الديون النقدية والديون السلعية. فالتضخم أو انخفاض القوة الشرائية يستلزم ارتفاع قيمة السلع، كما أن انخفاض قيمة السلع يعوضه ارتفاع القوة الشرائية للديون النقدية. وبذلك يمكن للمؤسسة المالية أن تحافظ على القيمة الحقيقية لأصولها واستثماراتها. وسنرى لاحقاً كيف يمكن توظيف التنويع لتحييد مخاطر أخرى، مثل مخاطر العائد ومخاطر السيولة.

تماثل القوائم المالية

من أهم مصادر المخاطرة للمؤسسات والشركات هو عدم التماثل بين الموجودات وبين المطلوبات، أو بين الإيرادات والمصروفات.

---

[٣] Bernstein (1996), p. 252.

في القطاع الحقيقي تحرص الشركات على تحقيق هذا التماثل بشتى السبل، مثل الإنتاج الفوري (jus-in-time)، والبيع المباشر (direct-to-costumer)، ونحوها من التقنيات التي تقلص الفجوة بين الإيرادات والمصروفات.[٤] كما تحرص هذه المؤسسات على تحقيق نوع من التكامل بينها وبين المؤسسات الموردة أو المستفيدة ليصبح خط الإنتاج الكلي أكثر مرونة وأسرع استجابة للطلب النهائي.[٥]

وفي المقابل، نجد المؤسسات المالية التقليدية، خاصة المصارف وشركات التأمين التجاري، تتجه إلى النقيض، حيث تعتمد أساساً على وجود فجوة كبيرة بين الموجودات والمطلوبات. وبالرغم من أن هذه الفجوة قد تفتح فرصاً للربح، إلا أنها تولد مخاطر أكبر، وهذا هو الذي دعا إلى إنشاء المصارف المركزية والتأمين على الودائع بالنسبة للمصارف، وإلى إعادة التأمين بالنسبة لشركات التأمين. وكما هو معلوم، فإن مخاطر القطاع المالي لم تتقلص من خلال هذه الأجهزة والترتيبات، بل هي في ازدياد. وهذا قد يفسر الانتشار المتزايد للمشتقات، فهي تقوم بنقل هذه المخاطر إلى أطراف أخرى. لكن هذا جعل المؤسسات المالية تتحمل المزيد من المخاطر ومن ثم المزيد من الاختلال في كالقوائم المالية، ومن ثم تلجأ إلى استعمال المزيد من المشتقات، وهكذا دواليك.

المؤسسات الإسلامية تقوم من حيث المبدأ على المشاركة بصيغها المختلفة، وهي بذلك تنجح في تحقيق التماثل بين الجانبين، وبذلك تنخفض المخاطر إلى الحد الأدنى. وهو ما يجعل نموذج المؤسسات الإسلامية أكثر استقراراً من النموذج التقليدي للمصارف.[٦]

---

[٤] Evans and Wuster (2000).

[٥] Kelley (1994), pp. 187-189.

[٦] Khan and Mirakhor (1987).

التحوط الطبيعي

ويندرج في النوع السابق ما يسمى: "التحوط الطبيعي" (natural hedge)، وهو أن توفق المؤسسة بين التزاماتها وأصولها لتكون من نفس العملة أو بنفس طريقة التسعير لتحييد مخاطرها.[٧] على سبيل المثال إذا كانت الشركة تبيع في منطقة بعملة معينة وترغب في تحييد مخاطر هذه العملة فيمكنها نقل جزء من عملياتها ذات الصلة لتكون في نفس المنطقة، أو أن تجعل التمويل لهذا القطاع بنفس العملة، فتنجح بذلك في التوفيق بين الإيرادات والتكاليف لهذا الجانب من عملياتها. ويدخل في هذا النوع إعادة تقييم أسهم المؤسسة بما يتوافق مع مكونات موجوداتها، وهو ما فعلته مجموعة البنك الإسكندنافي (Scandinavian Bank Group)، حيث جعلت رأس مال البنك مقيّماً بسلة من العملات الأوربية تتناسب مع طبيعة أعمال البنك. وبهذا استطاع البنك أن يخفض مخاطر العملات دون الدخول في عقود مشتقات مالية.[٨]

التحوط الحركي

التحوط الحركي (dynamic hedging) يستخدم للتحوط ضد مخاطر الأصول المتداولة، كالأسهم والأوراق المالية ونحوها. ويتم من خلاله بناء محفظة من الأصول المطلوبة على أن يتم إدارتها بطريقة تنتهي إلى النتيجة نفسها التي تحققها عقود المشتقات، دون الدخول في عقود المشتقات ابتداء. وهذه الطريقة هي التي

---

[٧] Steinherr (2000), pp. 29, 289; riskinstitute.ch (3.2006); americanbanker.com (3.2006).

[٨] Heffernan (1996), p. 194.

يتم من خلالها تسعير المشتقات، حيث يتحدد سعرها من خلال سعر المحفظة المناظرة لها (replicating portfolio).[٩] وتبين المراجع المتخصصة كيف يمكن على سبيل المثال إدارة محفظة مالية بمنهجية تغني عن عقود الاختيار (synthetic options)،[١٠] وكيف يمكن بناء المحفظة المناظرة في حالات نقص كفاءة السوق.[١١] وهذا الفرع في تطور مستمر، وتعمل بعض الجامعات على إنشاء مراكز خاصة به.[١٢] وتجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة قد تؤدي إذا طبقت على نحو واسع إلى التأثير سلباً على استقرار السوق،[١٣] وهو ما يشير بشكل غير مباشر إلى الأثر السلبي للمشتقات نفسها.

التحوط التعاوني

لا تقتصر إدارة المخاطر على المجال الربحي، بل يمكن أن تقوم على أساس غير ربحي، وقد يكون ذلك أكثر كفاءة وأكثر مرونة من الأساليب الربحية.

والنشاط غير الربحي لا يقتصر على جانب التبرع والإحسان الخيري، بل يتعداه ليشمل الجانب التعاوني، وهو قائم على علاقة تبادلية لا تهدف للربح، كما هو الحال في التأمين التعاوني بصوره المختلفة. وبالرغم من الانتشار الواسع للتأمين التجاري، إلا أن التأمين التبادلي (mutual insurance) يمثل نسبة لا يستهان بها من صناعة التأمين. ففي الولايات المتحدة تمثل وثائق التأمين على

---

[٩] Slutz (2004).

[١٠] مثلاً: Francis (1991).

[١١] Bertsimas et al. (2001).

[١٢] E.g Laboratory for Financial Engineering at MIT: lfe.mit.edu (12.2005).

[١٣] Steinherr (2000).

الحياة الصادرة عن مؤسسات تأمين تبادلي ٥٠٪ من المجموع.[١٤] كما يتمتع النظام التبادلي للملكية (mutually owned) بدرجة أعلى نسبياً من الاستقرار أمام المخاطر مقارنة بالملكية المساهمة (shareholder-owned). فوفقاً لبعض الدراسات فإن ٦٠٪ من مؤسسات الادخار المملوكة بالمساهمة كانت تواجه خطر الإفلاس أثناء أزمة مؤسسات الادخار في أواخر الثمانينيات الميلادية، بينما كانت هذه النسبة لا تتجاوز ٢٥٪ من المؤسسات المملوكة تبادلياً.[١٥]

من الناحية الشرعية فإن التأمين التجاري ممنوع شرعاً عند جماهير الفقهاء المعاصرين، لأنه عقد غرر.[١٦] بينما التأمين التعاوني قائم على أساس التعاون وليس الاسترباح، ولذا فهو محل اتفاق. وقد سبق أن التعاون علاقة ليست من التبرع المحض ولا من المعاوضة المحضة، بل لها شبه بهذا وهذا. ومحور الفرق بينها وبين المعاوضة هو انتفاء الضمان. فالتبادل في التأمين التعاوني يخلو من ضمان التعويض الذي يمثل أساس التأمين التجاري القائم على المعاوضة، بل يقتصر التعويض على موجودات صندوق اشتراكات الأعضاء، ولا يوجد جهة تلتزم في ذمتها بضمان العجز. والعجز إما أن يتم تغطيته اختيارياً من قبل الأعضاء، دون إلزام، أو بتخفيض التعويض الممنوح للمتضررين بنسبة العجز. وبهذا ينتفي معنى المعاوضة من التأمين التعاوني، ومن ثم الغرر الممنوع شرعاً.[١٧]

ونظراً لانتفاء المعاوضة على الضمان، فإن عنصر المجازفة غير موجود أصلاً في التحوط التعاوني. وهذا يعني أن هذا الأسلوب يحقق ميزة توزيع المخاطر

---

١٤ Hansman (1996).

١٥ Gowlnad (1994), Heffernan (1996), p. 294.

١٦ انظر قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ٢، والبحوث المتصلة به.

١٧ انظر: "وقفات في قضية التأمين"، ص٢٤-٢٥.

وتفتيتها بين المشتركين دون الوقوع في مشكلات المجازفة التي تعاني منها المشتقات. فهي صيغة للتحوط المحض دون أن تشوبه شائبة المجازفة.

ولكي تحقق هذه الصيغة هدفها ينبغي أن تكون مخاطر المشتركين مستقلة عن بعضها وغير متلازمة قدر الإمكان، بحيث يتجنب الصندوق احتمال وقوع خسائر دفعة واحدة. وكلما كان المشتركون أكثر تنوعاً كلما كانت إمكانية تفتيت المخاطر أكبر.

وبناء على ذلك يمكن للمؤسسات الإسلامية التحوط من شتى أنواع المخاطر، مثل مخاطر العملات ومخاطر الائتمان ومخاطر العائد، من خلال صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر. والصناعة الإسلامية تفتقر للأسف لهذا النوع من المؤسسات، ولهذا تعاني من غياب البديل الإسلامي في مجال إدارة المخاطر الذي يغنيها عن اللجوء للأدوات والأساليب التقليدية التي يشوبها الكثير من المحاذير الشرعية.

التحوط الثنائي لمخاطر العائد

من الصور التطبيقية للتحوط التعاوني ما يتعلق بمخاطر العائد. ففي التمويل بالبيع الآجل على سبيل المثال ينشأ دين في ذمة العميل، وهذا الدين ثابت بمقتضى العقد ولا يمكن أن يخضع للتغير بحسب تغير العائد أثناء مدة العقد. وإذا كانت مدة التمويل تمتد لعدة سنوات فسيجد كل من العميل والممول أنهما يتعرضان لمخاطر متعددة، من أبرزها ما يتعلق بمعدل العائد. فقد تنخفض تكلفة التمويل فيجد العميل نفسه يدفع تكلفة أعلى من تكلفة المثل، وقد ترتفع فيجد الممول نفسه يحصل على عائد أقل من عائد المثل. وإذا كان عائد المثل يؤثر على

الدخل، فالتفاوت بين الدخل والتكاليف يمثل مصدراً من مصادر الخطر، كما سبق، ومن هنا تنشأ الحاجة لمواءمة العائد مع المتغيرات الاقتصادية.

وبطبيعة الحال لا يمكن تغيير مقدار الدين الثابت في ذمة العميل لأن هذا يناقض ضوابط الشريعة الإسلامية من جهة، كما أنه ينافي مصلحة الطرف المقابل من جهة أخرى. في هذه الحالة يمكن اللجوء للأسلوب التعاوني وفق الطريقة التالية.

إذا ارتفع معدل العائد فيمكن للعميل أن يزيد من مقدار القسط الدوري الذي يدفعه للممول، مقابل تخفيض مقدار الدين الكلي الذي في ذمته له. فإذا ارتفع العائد مثلاً ٢٪ فوق العائد المثبت في العقد، فيمكن للعميل أن يزيد مقدار القسط بحسب هذه النسبة، على أن يتم حسم هذه الزيادة من إجمالي المتبقي من الدين في ذمته للمصرف. فالعميل في هذه الحالة يعجل من سداد جزء من الدين دون تخفيض مقابل التعجيل. وفي المقابل إذا انخفض معدل العائد فيمكن للعميل تخفيض القسط الدوري بحسبه، دون زيادة مقابل التأخير، بحيث يبقى مقدار الدين الكلي ثابتاً.

وتغيير مقدار القسط سينعكس بطبيعة الحال على مدة السداد: فإذا ارتفع معدل العائد زاد مقدار القسط ومن ثم انخفضت مدة السداد، وإذا انخفض معدل العائد انخفض مقدار القسط وزادت من ثم مدة السداد. ونظراً لأن مدة العقد ومقدار القسط يجب أن يكونا معلومَين للطرفين، فإن أي تغيير فيهما يجب أن يتم بالتراضي حين إجراء التعديل، وليس بالالتزام من حين إنشاء العقد. وهذا ما يجعل هذه الصيغة قائمة على الأسلوب التعاوني لأنها لا تقوم على التزام ثابت سلفاً بالتغيير، وإلا فإن الأخير يجعل مدة العقد ومقدار القسط مجهولَين جهالة

فاحشة حين التعاقد ومن ثم يجعل الصيغة من الغرر الممنوع. لكن إذا تم التغيير بالتراضي في حينه انتفى الالتزام ومن ثم انتفى الغرر.

وهذه الصيغة ضمنياً تنتهي إلى قروض متبادلة بدون فوائد بين المصرف والعميل. فإذا انخفض معدل السوق فالمصرف عملياً يقرض العميل مقدار التخفيض في القسط، وإذا ارتفع معدل العائد فالعميل يقرض المصرف مقدار الزيادة. ويتم تسوية هذا القرض من خلال الدين الأصلي. ونظراً لأن القرض بدون فوائد فهي صيغة تعاونية. لكنها محاسبياً يمكن أن تكون عادلة لكلا الطرفين. ففي حالة انخفاض معدل السوق يمكن حساب مقدار التخفيض بحيث يصبح العائد على مجموع القرض المجاني مع الدين الأصلي يساوي معدل السوق، والعكس صحيح للعميل. فالصيغة تحقق مصالح الطرفين. وإذا تم ذلك بالتراضي في حينه دون التزام تعاقدي مسبق، انتفى منها المحذور الشرعي.

التحوط التعاقدي

المقصود بالتحوط التعاقدي هو أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح. وسيتم التركيز على المخاطر المتعلقة بأبرز عقود التمويل الإسلامية، وهي عقود المضاربة والبيع الآجل والسلم، وسنبدأ بعقد المضاربة لأنه أساس عقود التمويل الإسلامية.

المضاربة

المضاربة صورة من صور المشاركة، وكانت عبر التاريخ الإسلامي أكثر أساليب التمويل والاستثمار انتشاراً. وهي اليوم أساس العلاقة بين المودعين وبين

غالبية المصارف الإسلامية فيما يتعلق بالحسابات الاستثمارية. أما في مجال التوظيف فهي محدودة التطبيق نظراً لطبيعة المخاطر التي تكتنفها وفقاً لآراء العاملين في المصارف الإسلامية.[١٨] والمضاربة تتضمن نوعين من المخاطر:

١. مخاطر رأس المال،

٢. والمخاطر الأخلاقية (moral hazard) التي تنشأ من إخفاء المضارب لحقائق نتائج المضاربة.

أما مخاطر رأس المال فإن الأساليب التقليدية في دراسة الملاءة الائتمانية للعميل من قطاع الشركات ستكون كافية في تمييز العميل الناجح من غيره، حيث يتم دراسة القوائم المالية لعدة سنوات بالإضافة إلى إدارة المنشأة وملكيتها وسائر ما يتعلق بذلك. والدراسة الائتمانية لا بد أن تخلص إلى قدرة العميل على السداد من تدفقاته النقدية، بالإضافة إلى الضمانات الأخرى. وهذه المعايير كافية في تمييز العميل الناجح من غيره. بل إن عقد المضاربة يفرض المزيد من التدقيق على العميل نظراً لتعرض البنك لاحتمال الخسارة. وهذا يعني أنه إذا تم تطبيق هذه المعايير بدقة، فإن ربحية البنك ستكون أعلى وأفضل من التمويل الائتماني.[١٩]

البيع الآجل لطرف الثالث

ومع ما تقدم فيمكن للممول أن يحيد مخاطر رأس المال، كلياً أو جزئياً، من خلال البيع الآجل لطرف ثالث. فإذا قدم المصرف التمويل بالمضاربة للمؤسسة،

---

[١٨] Khalil et al. (2002).

[١٩] Al-Suwailem (2005*b*).

أصبح بحكم العقد شريكاً في موجوداتها. فله حينئذ أن يبيع نسبة من حصته لطرف ثالث (شركة تأمين مثلاً) بثمن مؤجل يعادل قيمة رأس المال.[٢٠] وبذلك يستطيع الممول حماية رأس المال وفي الوقت نفسه الاستفادة من الجزء الذي احتفظ به من مشاركته مع المؤسسة في الأرباح المتحققة. أما الطرف الثالث (شركة التأمين) فإنها تستفيد امتلاك حصة مشاركة دون دفع الثمن نقداً. الأهم من ذلك أن المؤسسة المستفيدة من التمويل (المضارب) لا تتحمل أي مديونية من هذا الترتيب. فالتمويل بالنسبة للمؤسسة لا يزال بالمضاربة، وهذا يعني أن هذه الصيغة تحقق مصالح جميع الأطراف.

المضاربة مع تأخير رأس المال

جمهور الفقهاء يرون اشتراط تسليم رأس المال لصحة عقد المضاربة. لكن الحنابلة يرون أن المضاربة عقد على عمل وليس على مال، ومن ثم فإن تسليم رأس المال ليس شرطاً في صحة العقد.[٢١] وهذا نظير شركة الوجوه القائمة على الائتمان وليس فيها رأس مال حاضر، والتي يجيزها الحنابلة أيضاً ويشاركهم في ذلك الحنفية.[٢٢]

وبناء على ذلك يمكن للمصرف أن يبرم عقد المضاربة دون تسليم رأس المال للمضارب، على أن يقوم العميل بإجراء الصفقات اللازمة بضمان المصرف، على غرار شركة الوجوه، بحيث يشتري السلع بأجل قصير ثم يبيعها للعملاء، وإذا تم ذلك يقوم المصرف بدفع ثمن الشراء للمورد مباشرة ويستلم ثمن البيع

[٢٠] كما يمكن بيع الحصة كاملة مع استثناء نسبة من الربح. انظر: "البحث عن أدوات لإدارة المخاطر".

[٢١] انظر: **الموسوعة الفقهية**،"مضاربة".

[٢٢] المصدر السابق،"شركة".

ويعطي المضارب حصته من الربح ويحتفظ بالباقي. هذه الصيغة تحيد المخاطر الأخلاقية التي قد يتعرض لها المصرف عند تطبيق عقد المضاربة، بحيث يكون المصرف على اطلاع على كل مراحل الدورة التجارية بما يحفظ حقوق الطرفين.

البيع الآجل

البيع الآجل أحد أكثر الصيغ الإسلامية انتشاراً. العقد يتضمن عدة أنواع من المخاطر، أبرزها:

١. مخاطر السيولة.
٢. مخاطر العائد.
٣. مخاطر العملات.

المعتاد في البيوع الآجلة أن يكون الثمن بعملة محددة (الدولار مثلاً). وهذا ما يترتب عليه مخاطر سيولة الدين، خصوصاً في البيوع طويلة الأجل، إذ لا يجوز تداول الديون النقدية بثمن حاضر، لأنها صرف مع التأخير وهو ممنوع شرعاً. من الممكن بيع الدين النقدي بأعيان أو سلع حاضرة،[٢٣] وهذا قد يقلل من مخاطر السيولة، لكن هذه الصيغة تظل محدودة بسبب القيود الإجرائية. سنرى لاحقاً كيف يمكن معالجة هذه المشكلة بشكل أفضل.

---

[٢٣] **الموسوعة الفقهية**، "دين"، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، بحوث بيع الدين، ع١١، ج١.

مخاطر العائد

تبرز مخاطر العائد في البيع الآجل نظراً إلى أن مقدار الدين ثابت في الذمة ولا يجوز تغييره خاصة بالزيادة. وهذه المشكلة تظهر بوضوح في العقود متوسطة أو طويلة الأجل، حيث تصبح احتمالات تغير العائد كبيرة وملموسة.

وقد سبق الإشارة إلى صيغة تعاونية لمعالجة مخاطر العائد في البيع الآجل، بحيث يتم زيادة مقدار القسط الشهري أو الدوري الذي يدفعه المدين إذا ارتفع معدل العائد، مقابل تخفيض مقدار الدين بنفس المقدار، ومن ثم اختصار مدة السداد، وكذلك تخفيض مقدار القسط مقابل تمديد مدة السداد إذا انخفض معدل العائد. وهذه الصيغة لا تغير في مقدار الدين الإجمالي، لكنها تسمح بتوفير السيولة للطرف المتأثر من تغير معدل العائد. كما أن تغيير مقدار القسط مقابل تغيير مدة السداد يتم بالتراضي بين الطرفين في حينه. وهو ما يجعل الصيغة خالية من مشكلة الربا والغرر.

يمكن أيضاً معالجة هذه المشكلة من خلال الجمع بين البيع الآجل والمشاركة، خاصة إذا كان المدين منشأة تجارية، بحيث يتكون الثمن من جزئين: جزء آجل في ذمة المدين يغطي رأس المال، وجزء يتمثل في ملكية شائعة من أصوله المنتجة. وبموجب هذه الملكية يستحق الدائن نصيباً في الأرباح حسب الاتفاق.[٢٤] وإذا كان يحق للدائن في البيع الآجل تحديد ربح مضمون في ذمة المدين، فاعتباره نسبة من أرباح المدين من باب أولى.

وربط العائد بأداء المدين الفعلي أفضل من ربطه بالفائدة المتغيرة (floating interest)، لسبب يعرفه الاقتصاديون جيداً. إذ من المعروف في النظرية الاقتصادية

---

[٢٤] ويتم التخارج بين الطرفين من خلال المشاركة المتناقصة.

أن الفائدة إجمالاً مرتبطة عكسياً بالأداء الاقتصادي، فانخفاض الفائدة يترافق مع تحسن الأداء الاقتصادي، بينما ارتفاع الفائدة يترافق مع تراجع الأداء الاقتصادي. وهذا يعني أنه في ظل الفائدة المتغيرة فإن الدائن أو المصرف يحصل على فائدة منخفضة في الوقت الذي تتحسن فيه فرص الربح للمدين في ظل الانتعاش الاقتصادي، بينما يحصل المصرف على عوائد مرتفعة في الوقت الذي يتراجع فيه الأداء الاقتصادي ومن ثم تتضاءل فرص الربحية أمام المدين. هذا التنافر في المصالح غير موجود إذا كان العائد مرتبطاً بالأداء مباشرة.

تنويع الثمن المؤجل

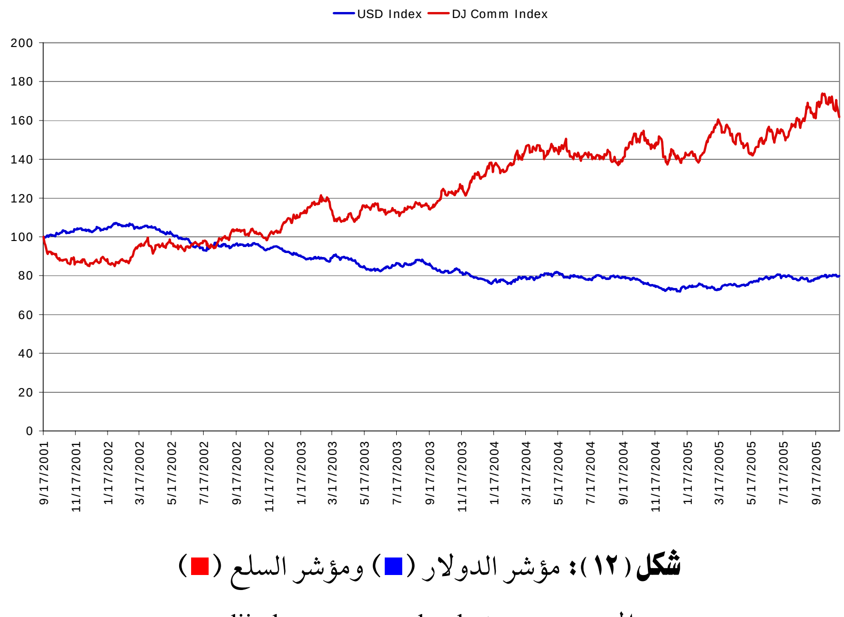
من الممكن معالجة مخاطر العائد والسيولة معاً من خلال تحديد مكونات الثمن الآجل بطريقة مناسبة. فبدلاً من أن يكون الثمن في البيع الآجل بعملة محددة، يمكن تنويع الثمن ليكون سلة من عدة أصول مالية، تشمل بالإضافة للعملة المطلوبة أصولاً مقبولة شرعاً، غير نقدية، مثل المعادن، الأسهم، وحدات الصناديق، صكوك الإجارة، أو غيرها من الأصول القابلة للتداول. ويتم تحديد نسبة هذه الأصول من إجمالي الثمن الكلي بما يضمن للممول وقاية رأسماله في العملية. فإذا كانت العملية تتضمن شراء أصل بمليون دولار مثلاً، ثم بيعه بثمن آجل بربح ٦٪ سنوياً لمدة عشرين سنة، فسيكون الثمن الإجمالي هو ٢٫٢ مليون دولار مقسطاً على مدى عشرين عاماً. نصيب رأس المال من إجمالي الثمن هو ٤٥٪، أما هامش الربح فيمثل ٥٥٪ من الثمن المؤجل.

وبدلاً من أن يكون الثمن كله بالدولار، يمكن أن يتكون الثمن من جزئين: الأول بالدولار ويساوي مليون دولار، وهو ما يعادل رأس المال. الجزء الثاني

يمثل الربح ويتكون من أصول قابلة للتداول، كالأسهم والسلع ووحدات الصناديق والصكوك ونحوها.

وهذه الصيغة تحقق هدفين في آن واحد: فحيث إن الأصول المتداولة تتجاوز ٥٠٪ من إجمالي الثمن، فهذا يعني أن الثمن قابل للتداول وفقاً للرأي السائد عند الفقهاء المعاصرين باعتبار الثمن سلة واحدة من الأصول المالية. وبهذا يمكن تجنب مخاطر السيولة، كما يمكن تحويل الثمن إلى صكوك قابلة للتداول في أسواق المال. وبالرغم من أن هذه الأصول موصوفة في الذمة، لكن ذلك لا يفرض أي قيود على تداولها، لأن رأسمال هذه الأصول ليس نقدياً، كما هو الحال في السلم، بل السلعة محل البيع الآجل. وحينئذ لا تنشأ مشكلة ربح ما لم يضمن لاختلاف جنس رأس المال عن جنس ثمن البيع.

وحيث إن الأصول المتداولة يتم تسعيرها أولاً بأول، فإن أي تغير في معدلات العائد السائدة سينعكس على أسعار هذه الأصول، وبذلك يتم تحييد مخاطر العائد. وحيث إن هذه الأصول تمثل جانب الربح فقط في الثمن الآجل، فإن رأسمال الممول يظل بعيداً عن مخاطر التذبذب. وبهذا فإن تنويع مكونات الثمن الآجل يسمح بتحييد مخاطر العائد والسيولة، دون الإضرار برأس المال. فهذه الصيغة تعالج ثلاثة أنواع من المخاطر في الوقت نفسه: مخاطر العائد ومخاطر السيولة ومخاطر رأس المال.



شكل (١٢): مؤشر الدولار (■) ومؤشر السلع (■)

المصدر: djindexes.com and nybot.com

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الصيغة يمكن أن تنجح أكثر من المشتقات في تحييد مخاطر العائد بل وقيمة الثمن إجمالاً. فمنذ ٢٠٠١/٩/١١م حتى الآن انخفض الدولار بنحو ٢٠٪ أمام مؤشر العملات الأخرى، بينما ارتفع مؤشر السلع في الفترة نفسها بأكثر من ٦٠٪ (انظر الشكل ١٢). أما معدلات الفائدة على الدولار فقد انخفضت بشكل ملحوظ في هذه الفترة حتى وصلت في وقت من الأوقات إلى أقل من ١٪. وهذا يعني أن عقود المقايضة على الفائدة (interest-rate swap) لم تكن لتعوض التدهور في قيمة الدولار أمام السلع وأمام العملات الأخرى. بينما يمكن لتنويع الثمن الآجل بين الدولار وبين السلع أن يعوض جزءاً كبيراً من هذا الانخفاض.

وأما ما يتعلق بالمدين فيمكنه قبول الالتزام بسلع أو أصول مالية أخرى إذا كان ذلك يتوافق مع طبيعة نشاطه وميدان عمله التجاري. فالشركات أو الحكومات التي يعتمد دخلها على البترول مثلاً، يمكنها أن تجعل السلع المستقبلية تتكون من البترول أو مشتقاته، وهذا يخفف من عبء الالتزام عليها بالسداد بالعملة الأجنبية. وإذا كان المدين يحقق إيراداته من مصادر متعددة فيمكن بناء مكونات الثمن الآجل بحسب هذه المصادر، لتكون النتيجة في النهاية تحقيق مصلحة الطرفين: الدائن والمدين.[٢٥]

وبناء الثمن الآجل من خلال السلع أفضل من الفائدة المتغيرة (floating interest) لما سبق من أن علاقة الفائدة بالأداء الاقتصادي عموماً علاقة عكسية، مما يؤدي إلى تنافر مصالح الدائن والمدين. هذا التناقض في المصالح يمكن تحييده من خلال تنويع مكونات الدين على النحو السابق.

السندات المرتبطة بالسلع

وتنويع الثمن الآجل يشبه إلى حد كبير صيغة السندات المرتبطة بالسلع (commodity-linked bonds) التي اقترحها باحثون في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبعض البنوك المركزية الغربية.[٢٦] وهي سندات يتم تحديد فوائدها أو رأسمالها (أو هما معاً) من خلال قيمة سلع محددة. ويشير الباحثون إلى قيمة هذه السندات في تخفيف عبء المديونية على الدول النامية وتحقيق التوافق بين

---

[٢٥] كما يمكن استخدام المرابحة لإدارة المخاطر، كما سيأتي، لتوسيط طرف ثالث لتحمل مخاطر السلع.

[٢٦] Besley and Powell (1989), Bornesztein et al. (2004), Atta-Mensah (2004).

ديونها وبين ومصادر دخلها. لكن من الناحية الشرعية فإن هذه السندات تنتهي إلى نقد بنقد، بخلاف تنويع الثمن الآجل حسب ما سبق.

المرابحة لإدارة المخاطر

المرابحة للآمر بالشراء أو المرابحة المصرفية صيغة شائعة للتمويل. إنها بديل للقرض بفائدة، وهذا البديل قائم على الربط بين التمويل وبين التبادل المولد للثروة، وهي لذلك صيغة تتفق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي، كما سبق.

لكن ليس هناك ما يمنع من تطبيق المرابحة لغرض إدارة المخاطر أيضاً. فالمؤسسة المالية التي تملك القدرة لتحمل المخاطر يمكن أن تكون هي الوسيط بين طرفي المبادلة الحقيقية بما يحقق في النهاية مصالح الأطراف الثلاثة.

على سبيل المثال إذا رغبت مؤسسة تجارية في استيراد سلع بعملة معينة (اليورو مثلاً) في حين تحصل على إيراداتها بعملة مغايرة (الدولار)، فستواجه هذه المؤسسة مخاطر اختلاف سعر الصرف بين الدولار واليورو بين وقت التعاقد وبين وقت السداد. فقد يكون سعر الصرف وقت التعاقد على استيراد السلع المطلوبة ١,١٥ دولار مقابل اليورو، وتحدد أسعارها وتسويقها على هذا الأساس. لكن إذا حل وقت سداد ثمن السلع بعد ٦ أشهر مثلاً، فقد يصبح سعر الصرف ١,٤ دولار لليورو، وهو ما يجعل المستورد يتعرض لخسارة تتجاوز ٢١٪.

الصناعة التقليدية تقدم الحل من خلال عقود صرف آجلة (currency forwards) مع بنك أو مؤسسة مالية لديها الاستعداد لتحمل مخاطر سعر الصرف. وحيث إن ضوابط الصرف تقتضي أن يكون التبادل للعملات فورياً، فإن عقد الصرف الآجل غير جائز شرعاً. البديل هو أن يتم دمج الصرف الآجل بعقد

البيع، بحيث يشتري البنك السلع من المصدّر باليورو ثم يبيعها للمستورد بالدولار. وبهذه الطريقة تتم المبادلة لكل من المصدر والمستورد بعملته المحلية، ويتحمل البنك الوسيط مخاطر الصرف بين العملتين.

وهذا الدمج بين الصرف الآجل وبين البيع الفعلي نظير الدمج بين التمويل وبين البيع في المرابحة المصرفية المعروفة. وكما أن المرابحة المصرفية تحقق مصلحة التمويل، فيمكن أن تحقق أيضاً مصلحة التحوط وإدارة المخاطر. وسبق أن الزمن والخطر وجهان لعملة واحدة، فما ينطبق على أحدهما ينطبق الآخر.

لكن التحوط هنا لا يتم بمعزل عن النشاط الحقيقي المنتج، كما هو الحال في أدوات التحوط التقليدي، بل بموازاته بحيث لا ينفك أحدهما عن الآخر. وهذا يتفق مع المبدأ الذي سبقت الإشارة إليه وهو ربط إدارة المخاطر بالنشاط المولد للثروة، مما يجعل القيمة المضافة من التبادل الحقيقي تجبر تكلفة التحوط، فتصبح المبادلة في النهاية إيجابية وليست صفرية كما هو الحال في المشتقات، تماماً كما أن دمج التمويل مع التبادل يجعل القيمة المضافة للتبادل تجبر تكلفة التمويل، لتصبح المبادلة في النهاية إيجابية بما يسمح بتحقيق مصالح جميع الأطراف. كما أن دمج التحوط ضمن المبادلة يمنع المجازفة من أن تستولي على الأسواق المالية كما هو الحال في أسواق المشتقات، بل يجعلها خاضعة ومرتبطة مباشرة بالنشاط الحقيقي.

وهذه الصيغة لتحييد مخاطر العملة أفضل من توسيط معادن أو سلع غير مقصودة، كما تطبقه بعض المؤسسات الإسلامية. فهذه السلع لا تحقق أي قيمة مضافة ومن ثم تصبح تكلفة دون مقابل، وهو ما يؤدي غالباً إلى الصورية واختلال ضوابط القبض والتملك. أضف إلى ذلك أن هذا الأسلوب يعني عملياً فصل إدارة المخاطر عن توليد الثروة، مما يؤدي إلى جميع المفاسد المترتبة على

المشتقات المالية، مع التكلفة الإضافية للسلع غير المنتجة. وبدلاً من ذلك لا يوجد ما يمنع من توسيط السلع المقصودة ابتداء من المبادلة، لتكون العملية في النهاية مولدة للثروة ومحققة في الوقت نفسه لقيمة مضافة للاقتصاد، فتكون أكثر مصداقية وأكثر كفاءة معاً.

كما يمكن تطبيق المرابحة بغرض تنويع مكونات الثمن الآجل التي سبق الحديث عنها. فإذا فرض لأي سبب أن العميل المدين لا يرغب بالالتزام بالمكونات التي تناسب الدائن، فيمكن توسيط البنك بحيث يشتري السلع محل التمويل من الدائن بالثمن بحسب المكونات التي تناسبه، ثم يبيع السلع للعميل بالمكونات التي تناسبه، ويتحمل البنك مخاطر التفاوت بين الجهتين. وهذا يحقق هدف التحوط من خلال النشاط الحقيقي، كما يضمن ضبط المجازفة في هذا الإطار وليس خارجاً عنه، كما هو الحال في المشتقات.

السَّلم

السلم صيغة للتمويل من خلال تقديم نقد حاضر مقابل سلع موصوفة مؤجلة في الذمة. وهذه الصيغة تمتاز بتقديم التمويل فوراً مقابل عوض مضمون في ذمة المدين. لكنها تتضمن نوعين من المخاطر: مخاطر السيولة ومخاطر رأس المال.

أما مخاطر السيولة فتنشأ بسبب الخلاف في جواز بيع دين السلم قبل قبضه. فالجمهور على المنع، والمالكية يرون الجواز فيما عدا الطعام. أما شيخ الإسلام

ابن تيمية فيرى جواز بيع دين السلم قبل قبضه بشرط عدم الربح، لئلا يكون قد ربح ما لم يضمن.[٢٧]

لكن من الممكن الخروج من الخلاف من خلال السلم الموازي، بحيث يقوم رب السلم (الدائن) إذا رغب ببيع دين السلم بإصدار سلم جديد بضمانه هو، لسلع بنفس مواصفات السلم الأول. وهذا يسمح له بالبيع بأي سعر نظراً لضمانه. فهذا الضمان يبرر له الربح ويخرجه من دائرة النهي عن ربح ما لم يضمن. وهذا الضمان نظير ما ينص عليه قانون الأوراق التجارية من أن الأصل أن بائع الورقة التجارية يضمنها حتى لو تعثر أو امتنع مصدر الورقة عن السداد فإن البائع الأخير يلتزم أمام المشتري الأخير بالوفاء.[٢٨] فمبدأ ضمان البائع وحق المشتري في عدم الرجوع على المصدر مبدأ معروف في القوانين التجارية، ولا يوجد ما يمنع من تطبيقه على ديون السلم.

لكن المشكلة الحقيقية تظهر في مخاطر رأس المال. فالسلعة المسلم فيها قد يختلف سعرها وقت التسليم عن السعر المتوقع بما يمكن أن يسبب الضرر لأحد الطرفين. فانخفاض انخفاض الثمن بدرجة كبيرة يحقق مصلحة المدين لكنه يضر بمصلحة الدائن لأنه يشتري بثمن أكبر بكثير من ثمن المثل وقت التسليم. والعكس صحيح، إذ أن ارتفاع السعر بدرجة عالية يحقق مصلحة الدائن لكنه يضر بمصلحة المدين لأنه باع بثمن أقل بكثير من ثمن السوق الحاضرة وقت التسليم. وهذه المشكلة ظهرت بوضوح عندما طبقت صيغة السلم في السودان الذي كان

---

[٢٧] **الموسوعة الفقهية**، "سلم"، **الفتاوى**، ٥٠٣/٢٩-٥١٨.

[٢٨] **الأوراق التجارية**، ص١٤٤.

يعاني من مشكلة التضخم، مما أدى إلى استحداث ما سُمي "بند الإحسان"، بحيث يتم تخفيض كمية المسلم فيه إذا تجاوز فرق السعر ثلث الثَمن المتفق عليه.[٢٩]

السَّلم بالسعر

لكن هناك صيغة في الفقه الإسلامي، نص على جوازها شيخ الإسلام ابن تيمية، وأقرها تلميذه العلامة ابن مفلح (ت٧٦٣هـ)، رحمة الله على الجميع، وهي السلم بسعر السوق وقت التسليم.[٣٠] ومضمون الصيغة أن المشتري يدفع مبلغاً من المال، ١٠,٠٠٠ ريال مثلاً، مقابل كمية من القمح تعادل قيمتها حين حلول الأجل ١٠,٥٠٠ ريال. فالكمية المباعة من القمح محددة القيمة لكنها غير محددة المقدار وقت التعاقد، ثم يتم تحديد المقدار عند حلول الأجل من خلال معرفة سعر الوحدة (الطن مثلاً) من السوق، وقسمة القيمة على سعر الوحدة. فإذا كان سعر الطن وقت الأجل هو ٥٠٠ ريال مثلاً، فإن الكمية الواجب تسليمها هي ١٠,٥٠٠ ÷ ٥٠٠ = ٢١ طناً.

هذه الصيغة تحمي كلا الطرفين من تقلبات السعر وقت التسليم، فارتفاع السعر حينئذ يجبره انخفاض الكمية الواجب تسليمها، كما أن انخفاض السعر يجبره ارتفاع الكمية. وبهذا تتفق مصالح الطرفين ومن ثم ينتفي الغرر الذي ينتج عن انتفاع أحد الطرفين على حساب الآخر.

---

[٢٩] **تجربة البنوك السودانية**، ص ٧٨-٨٠. ومعادلة الإحسان هي: الكمية المعدلة = (رأس المال × ١,٣٣٣) ÷ سعر السوق للوحدة.

[٣٠] **جامع المسائل**، ٣٣٦/٤-٣٣٧؛ **الفروع**، ١٧٩/٤-١٨٠؛ **الأخبار العلمية**، ص١٩٣؛ عن بحث "السلم بسعر السوق يوم التسليم". وكان سامي حمود رحمه ا قد اقترح هذه الصيغة لهيئة البركة الثانية في ١٩٨٤م، دون اطلاع على رأي ابن تيمية فيما يظهر، ولم توافق عليه الهيئة. انظر: **الإطار الشرعي والمحاسبي لبيع السلم**، ص٢٤.

مناقشة

وهذه الصيغة للسلم يرد عليها إجمالاً اعتراضان:[٣١]

١. أن كمية المسلم فيه مجهولة، وهذا ينافي اشتراط العلم بمقداره الذي ورد في حديث النبي ﷺ: "من أسلف في شئ فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم".[٣٢]
٢. أن الصيغة من حيث المعنى تتضمن الربا، لأن الربح يصبح في حكم المضمون ولا توجد مخاطرة في سعر المسلم فيه.

أما ما يتعلق بكمية المسلم فيه، فاشتراط العلم بها معلل بمنع وقوع النزاع بين الطرفين.[٣٣] وهذا ما تدل عليه نصوص الفقهاء، كما تدل عليه قبل ذلك السنة المطهرة. فإن النص في الحديث على الأجل لا ينافي ما ورد في الأحاديث الأخرى من التأجيل إلى الميسرة وإلى العطاء ونحوها، لأن هذا لا يؤدي إلى النزاع. فكذلك القول في تحديد المقدار، إذا أمكن الاستغناء عنه بصيغة لا تؤدي للنزاع لم يكن في ذلك محذور، إذ تحديد المقدار ليس هدفاً مقصوداً لذاته. والتحديد بالقيمة يحقق هذا الهدف إذ لا ينشأ نزاع بين الطرفين عند تحديد القيمة، فسعر الوحدة يعلم من السوق عند حلول الأجل، ومنه يتم حساب الكمية الواجب تسليمها للمشتري.

والواقع شاهد على أنه في ظل التغير الفاحش في الأسعار، فإن الاقتصار على تحديد المقدار هو الذي يؤدي للنزاع بين الطرفين، كما سبق، مما استدعى إدخال التعديل على العقد بحسب سعر السوق عند التسليم لمنع الغبن المؤدي للنزاع.

---

[٣١] راجع مناقشات بحث "السلم بسعر السوق يوم التسليم".
[٣٢] متفق عليه. **صحيح الجامع** (٦٠٣١).
[٣٣] راجع بحث "السلم بسعر السوق يوم التسليم".

ولكن هذا التعديل خاص بما إذا تجاوز الثلث، وهو حد اجتهادي كما لا يخفى. فإذا كان مقبولاً اعتبار سعر السوق وقت التسليم في حالة التغير الكثير في السعر، فهو في القليل، إذا انتفى الربا، من باب أولى. والتحديد بالقيمة يحقق هذا الهدف بطريقة منهجية، لأن أي تذبذب في الأسعار سينعكس تلقائياً على الكمية، وتبقى القيمة المتفق عليها بين الطرفين ثابتة، وبهذا يتحقق رضا الطرفين ومن ثم تنتفي أسباب النزاع بينهما.

شُبهة الربّا

وأما ما يتعلق بشبهة الربا، فالسلم بالسعر لا يتضمن الربا، لا من حيث الصورة ولا من حيث الحقيقة. وبيان ذلك:

١. إن السلم بالسعر في نهاية الأمر معاوضة بين نقد وسلعة، وينتهي العقد بتسليم المسلَم فيه للمشتري، وليس بتسليم نقد مقابل نقد. وهذه مبادلة حقيقية مشروعة لا محذور فيها.

٢. إن المشتري أو رب السلم لا يربح ما لم يضمن، لأنه لا بد أن يقبض المسلَمَ فيه أولاً ويدخل في ضمانه قبل أن يبيعه في السوق بربح. وإذا كان كذلك لم تكن صيغة السلم بالسعر من الربا من حيث المعنى. وهي بذلك تتفق مع صيغ المرابحة للآمر بالشراء التي يجيزها جمهور الفقهاء، حيث يشتري المصرف السلعة نقداً ثم يبيعها بالأجل بربح معلوم ومحدد مسبقاً. وهنا يشتري السلعة مؤجلة ثم يبيعها نقداً. فالنتيجة من الصيغتين واحدة، ودرجة ضمان الربح فيهما سواء، والاختلاف في الترتيب بين الخطوات.

٣. إن تعرض المشتري لمخاطر سعر المسلَم فيه ليس هدفاً في نفسه. وقد سبق أن المخاطرة غير مقصودة في نفسها، بل هي خلاف مقصد التشريع. ولهذا جاز السلم الحال مع انتفاء مخاطر السعر فيه، وقد علق الشافعي (ت٢٠٤هـ) رحمه الله على ذلك بقوله: "وليس في علم واحد منهما [أي البائع والمشتري] كيف السوق شيءٌ يفسدُ بيعاً".[٣٤]

٤. إن السلم بالسعر يسمح بانتفاع الطرفين، كما هو الشأن في العقود الشرعية، بخلاف الربا الذي يتعذر فيه ذلك. فالمدين أو البائع في السلم بالسعر إذا كان من أهل الصناعة وله خبرة بالسوق، فسيمكنه غالباً الحصول على السلعة بسعر أقل من سعر السوق السائد عند الأجل. ففي المثال السابق إذا افترضنا أن سعر طن القمح عند الأجل هو ٥٠٠ ريال، فإن المدين يمكنه الحصول عليه بسعر أقل، مثلاً ٣٥٠ ريالاً. وهذا يعني أن التكلفة الفعلية للمسلم فيه تصبح ٣٥٠ × ٢١ = ٧,٣٥٠ ريالاً، في حين كان مبلغ التمويل = ١٠,٠٠٠ ريالاً. وبذلك يصبح كل من الدائن والمدين منتفعاً من العقد بسبب اختلاف جنس البدلين. ولكن هذا ممتنع في الربا الذي يتحد فيه جنس البدلين، ومن ثم فإن أي ربح أو زيادة لأحدهما فهي خسارة ونقص على الآخر.

٥. إن هذه الصيغة تختلف عن الحيل الربوية، كالعِينة بصورها المختلفة، من ناحية جوهرية. فالسلعة في العِينة يمكن أن تستخدم بعينها لتوليد ما لا يحصى من الديون. فالعميل بمجرد شرائه السلعة بأجل يمكنه بيعها نقداً، لكي يشتريها غيره بأجل ثم يبيعها نقداً، وهكذا، حتى يتولد من السلعة

---

[٣٤] **الأم**، ٩٧/٣.

الواحدة جبالٌ شاهقة من الديون. أما في عقد السلم، بما فيه السلم بالسعر، فإن هذا متعذر، لأنه بمجرد استلام المشتري للسلعة ينتهي الدين وتبرأ ذمة المدين. وهذا يعني أن السلعة الواحدة في السلم لا يمكن أن تولد بعينها من الديون أكثر من قيمتها زائداً هامش الربح.

فعقد السلم ينظم تلقائياً حجم المديونية ويجعلها خاضعة دائماً لحجم التبادل الفعلي. أما في العينة بصورها المختلفة، فلا يوجد حد أقصى لمقدار الديون التي يمكن توليدها من السلعة الواحدة. وهذا الفرق يؤكد صحة صيغة السلم بالسعر لأنها تتفق مع منهج التمويل الإسلامي الذي يحكم الديون ويقيدها بالنشاط الحقيقي كما سبق. كما يؤكد خطأ العِينة بصورها المختلفة لأنها تؤدي إلى النتيجة نفسها للربا، وهي نمو المديونية دون خضوع أو انضباط بالتبادل الحقيقي.

٦. ويؤكد ما سبق العلاقة بين السلم بالسعر وبين التورق. فالقول بجواز التورق يستلزم القول بجواز السلم بالسعر، لكن العكس غير صحيح. ففي التورق يشتري المتورق السلعة بألف مؤجلة، لكي يبيعها نقداً بتسعمائة من طرف ثالث. فهو يقبض النقد من طرف ويدفع أكثر منه مؤجلاً لطرف آخر. والسلم بالسعر على أسوأ أحواله يتضمن النتيجة نفسها. فالمدين في السلم بالسعر يقبض النقد من طرف، هو رب السلم، ويدفع أكثر منه مؤجلاً لطرف آخر، هو بائع السلعة التي سيتم تسليمها لرب السلم. ففي الصيغتين يقبض المدين نقداً من طرف ويدفع أكثر منه مؤجلاً لطرف آخر. ولكن السلم بالسعر يسمح بأفضل من هذه النتيجة، إذا كان المدين من أهل الخبرة ويستطيع الحصول على السلعة بأقل من سعر السوق كما سبق، فسيدفع

ثمناً مساوٍ أو أقل من رأس المال، وينتفي بذلك معنى الربا لانتفاء الزيادة. فيكون المدين قد قبض نقداً ودفع أقل منه أو مثله، وهذا متعذر في التورق بطبيعة الحال.

فإذا كان السلم بالسعر على أسوأ أحواله يتضمن نفس نتيجة التورق، لكنه يسمح بما هو أفضل منها، كان القول بجواز التورق يستلزم القول بجواز السلم بالسعر، لكن القول بجواز السلم بالسعر لا يستلزم القول بجواز التورق. ولذلك لم يكن غريباً أن يرى شيخ الإسلام ابن تيمية جواز السلم بالسعر مع قوله بتحريم التورق،[٣٥] فجواز الأول لا يستلزم جواز الثاني، بخلاف العكس.

تطبيقات اقتصادية للسلم بالسعر

ومما يبين القيمة الاقتصادية للسلم بالسعر الدور الذي يمكن أن يؤديه في النشاط الاقتصادي. ومن ذلك ما اقترحه بعض الاقتصاديين بشأن تمويل الشركات من خلال إصدار الأسهم. فالمعروف في نظرية تمويل الشركات أن إصدار أسهم جديدة من قبل الشركة قد يعطي مؤشراً سلبياً عن الشركة، لأنه يوحي بأن أصول الشركة قد تكون مسعرة بأكثر من قيمتها ولذلك تستغل إدارة الشركة ذلك بإصدار أسهم إضافية وبيعها للحصول على التمويل. ثم يكتشف المستثمرون بعد ذلك أن ثمن الأسهم كان أكثر مما تستحقه ولذلك يصبحون عرضة للخسارة بانخفاض قيمتها السوقية. وسبب هذه المشكلة هو تفاوت المعلومات بين المستثمرين وبين إدارة الشركة.

[٣٥] **تهذيب سنن أبي داود**، ٥/١٠٨-١٠٩؛ **الأخبار العلمية**، ص١٩٠.

ولتلافي هذه المشكلة اقترح ستيوارت مايرز، أستاذ التمويل في جامعة إم آي تي، أن يكون إصدار الأسهم بالقيمة، بحيث تصدر الشركة أسهماً قيمتها مثلاً ألف دولار، على أن يتم استلام هذه الأسهم بعد سنة، بحيث يتبين أداء الشركة حينئذ بشكل أفضل ومن ثم يصبح سعر السهم أقرب إلى القيمة الحقيقية. ويتم احتساب عدد الأسهم من خلال قسمة مقدار القيمة على سعر السهم السائد حينئذ. وبهذه الطريقة لا يتضرر المستثمرون من انخفاض سعر السهم وفي الوقت نفسه يمكن للشركة الحصول على التمويل في الوقت المطلوب.[٣٦]

كما تم استخدام صيغة السلم بالسعر لإصدار ما يسمى "نقود محلية" (local currency). ففي بعض المدن الصغيرة بالولايات المتحدة التي كانت تعاني من بعض المشكلات الاقتصادية في ١٩٩٠م، أصدر بعض المحلات التجارية شهادات مقابل دولارات نقدية، تخول صاحبها بعد مدة محددة الحصول على كمية من الطعام تعادل قيمة الثمن. بعد ذلك أصبحت هذه الشهادات متداولة بين السكان نظراً للثقة في مُصدرها، وهذا ما جعلها تستخدم بديلاً عن النقد في المنطقة، مما ساهم في تخفيف الأزمة الاقتصادية التي تمر بها المدينة.[٣٧] فهذه الصيغة يمكن أن تحقق وظائف اقتصادية نافعة للمجتمع، وهو ما يدل على أنها مبادلة حقيقية وليست صورية أو خالية من القيمة المضافة.[٣٨]

---

[٣٦] انظر: Myers (2001), p. 95.

[٣٧] Gates (1998), pp. 155-156.

[٣٨] يلاحظ في هذه الأمثلة غياب هامش ربح للمصدر، لكن ذلك لا يغير من الأثر الاقتصادي.

مخاطر العائد في السلم بالسعر

يمكن للسلم بالسعر أن يحيد بشكل كبير مخاطر تقلب سعر المسلَم فيه، لكنه في المقابل يثبت العائد، كما هو الحال في المرابحة. في العقود طويلة الأجل قد لا تكون هذه الخاصية مرغوبة نظراً للتغيرات التي تطرأ على معدلات العائد والتي قد يتضرر منها كلا الطرفين. الحل لمشكلة العائد سيكون قريباً من الطريقة التي استخدمت في حل مشكلة العائد للبيع الآجل، وهو تنويع المسلم فيه. فيمكن أن يتكون المسلم فيه من جزئين:

١. جزء محدد بالقيمة، لتحييد مخاطر رأس المال.
٢. جزء محدد بالكمية، للحصول على عائد مرتبط بالسوق.

وبهذا يمكن الجمع بين التحوط من مخاطر رأس المال ومن مخاطر العائد. أما مخاطر السيولة فيمكن معالجتها من خلال السلم الموازي، كما سبق. وبناء على ذلك يمكن إصدار صكوك سلم تجمع بين السيولة ووقاية رأس المال وتغير العائد بحسب أداء السوق.

طبيعة النتائج في التحوط التعاقدي

الصيغ السابقة للتحوط التعاقدي قائمة على صيغة المبادلات غير الصفرية، حيث يحتمل انتفاع كلا الطرفين، ويحتمل انتفاع أحد الطرفين على حساب الآخر. على سبيل المثال، في السلم بالسعر وتنويع الثمن الآجل، قد لا يتمكن المدين من الحصول على الأصول بأسعار منافسة، فتكون النتيجة ربح الدائن على حساب المدين. وقد سبق أن مجرد احتمال النتيجة الصفرية لا يكفي في الحكم

بمنع المبادلة، بل لا بد أن تكون هذه النتيجة هي المقصود الغالب من العقد. أما إذا كان الغالب هو انتفاع الطرفين، فإن العقد يكون صحيحاً.

وبذلك فإن هذه الصيغ تنجح في الجمع بين تبادل المخاطر وبين توليد الثروة، خلافاً للمشتقات التي تقتصر على تبادل المخاطر فحسب، ولذا كانت مبادلات صفرية لا تسمح بانتفاع الطرفين أصلاً. أضف إلى ذلك أن المشتقات تنقل المخاطر إلى الأكثر رغبة ولكن ليس بالضرورة الأكثر قدرة على تحمل المخاطر. أما الصيغ الإسلامية فهي أقرب إلى أن تنقل المخاطر إلى من يجمع بين الأمرين، نظراً إلى أن هدف التبادل هو توليد الثروة وليس مجرد نقل المخاطر. فالطرف المتحمل للمخاطر يجب أن يكون قادراً على المساهمة في توليد الثروة، وهو ما يجعله أقدر على تحمل المخاطر.

مؤسسات إسلامية لإدارة المخاطر

الصيغ المقترحة أعلاه تتطلب وجود مؤسسات متخصصة لإدارة المخاطر، على سبيل المثال في المرابحة لإدارة المخاطر أو صيغة البيع الآجل لطرف ثالث. كما أن التحوط التعاوني يتطلب بدوره مؤسسات متفرغة لهذا الغرض. وبالرغم من النمو الكبير في مؤسسات التمويل والاستثمار الإسلامية، إلا أن النمو في مجال إدارة المخاطر لا يزال ضعيفاً بشكل ملحوظ. وبالرغم من تعدد شركات التأمين الإسلامية، لكنها تقتصر على نوع محدد من المخاطر، ولا تشمل إدارة المخاطر بالمعنى المهني.

وليس هناك تعارض بين التخصص في إدارة المخاطر وبين دمج إدارة المخاطر في التبادل الحقيقي من خلال مبدأ التكامل الذي سبق الحديث عنه. فهذا الدمج

يتم على مستوى العقود، لكن التخصص يتم على مستوى الإدارة والترتيب والتنسيق، كما هو الحال في التمويل تماماً. فكما أن التمويل الإسلامي يدمج التمويل بالنشاط الحقيقي، ولا يتعارض ذلك مع وجود مؤسسات متخصصة في التمويل الإسلامي، فكذلك الحال في إدارة المخاطر.

خلاصة

الجدول التالي يلخص الصيغ التي تم استعراضها في هذا الفصل. كل صيغة منها تستحق دراسة مستقلة، لكن الهدف هو توضيح كيف يمكن تطوير أدوات إدارة المخاطر ضمن إطار المبادلات غير الصفرية التي تسمح بانتفاع الطرفين. ومع كونها شاملة لأهم أنواع المخاطر، إلا أنه لا توجد عملياً حدود للأدوات التي يمكن تطويرها بناء على المبادلات التي تهدف لتحقيق مصلحة الطرفين.

جدول (٢)

صيغ التحوط الإسلامية

صيغة التحوط	أنواع المخاطر
١. التحوط الاقتصادي	عام
• التنويع	
• تماثل القوائم المالية	
• التحوط الحركي	
• التحوط الطبيعي	
٢. التحوط التعاوني	عام
• التحوط الثنائي	مخاطر العائد
٣. التحوط التعاقدي	
• المضاربة مع تأخير رأس المال	رأس المال، الخطر الأخلاقي
• البيع لطرف الثالث	رأس المال، العائد
• اجتماع البيع مع المشاركة	العائد
• تنويع الثمن الآجل	رأس المال، السيولة، العائد
• المرابحة لإدارة المخاطر	العملات، السيولة، العائد
• السلم المركب	رأس المال، السيولة، العائد

(٨)

خاتمة

تمثل المخاطر تحدياً للصناعة الإسلامية وللصناعة التقليدية على السواء. وبالرغم من كل الأدوات المبدعة التي اخترعتها الصناعة التقليدية، فإن المشكلة لا تزال قائمة باعتراف أهل الاختصاص. فالتقلبات والكوارث والانهيارات المالية تبدو في ازدياد. كما أن الأدوات التقليدية تثير القلق بشأن آثارها السلبية على استقرار الأسواق، فضلاً عن القضايا الأخلاقية والتشريعية التي تصادمها. هذه الأدوات تسمح بالتحوط وفي الوقت نفسه بالمقامرة والرهان، ولكنها في النهاية تجعل الغلبة للمراهنة على حساب توليد الثروة.

ولا يختلف أهل الاختصاص أنه لا يمكن من حيث الواقع تحقيق الربح دون تحمل المخاطرة. والتقدم الاقتصادي مشروط بالإقدام والريادة التي تستلزم تحمل المخاطر. ولكن الحاجة أيضاً قائمة لضبط المخاطر وتقليلها. فالتحدي إذن هو كيف يمكن التمييز بين هذين الطرفين من المخاطر، وكيف يمكن تصميم أدوات تخدم الإدارة المنتجة للمخاطر دون أن تتحول إلى أدوات للرهان والمقامرة؟

وقد أصبح واضحاً من الفصول السابقة أن العقل البشري يعجز منفرداً عن أن يتوصل لعلاج هذه المعضلة. الوحي الإلهي – وحده – هو الذي يقدم الإطار الأمثل للحل المنشود. وأساس ذلك هو الارتباط والتكامل بين إدارة المخاطر وبين

إنتاج الثروة، كما هو الشأن في التمويل تماماً. فالنظرية الإسلامية قائمة على رؤية موحدة للنظام الاقتصادي، وليست مجرد حلول جزئية أو إجراءات ترقيعية للمشكلات الاقتصادية.

وهذه الورقة كانت محاولة لرسم معالم هذا الإطار النموذجي لمشكلة المخاطر في النشاط الاقتصادي، مع أمثلة لأدوات عملية تجسد هذا الإطار وتترجم مبادئه إلى عقود وترتيبات مالية لمعالجة أنواع مختلفة من المخاطر، تشمل مخاطر رأس المال، ومخاطر السيولة، ومخاطر العائد، بالإضافة إلى مخاطر صرف العملات. كما تناولت المخاطر المتصلة بالعقود الإسلامية المعروفة، وهي المضاربة والبيع الآجل والسلم. وقد تبين أن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول العملية التي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية.

هذه الأمثلة بطبيعة الحال ليست أحكاماً شرعية جازمة، بل هي أدوات مقترحة لإثراء الموضوع وتوجيه البحث مستقبلاً إلى مسار يُرجى أن يكون أكثر إنتاجية وأكثر عائداً للصناعة الإسلامية.

والحمد لله رب العالمين.

المصادر

المصادر العربية

البحوث

أمانة ا يئة الشرعية، "السلم بسعر السوق يوم التسليم"، شركة الراجحي ا صرفية للاستثمار، ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٢م.

حسان، حسـ حامد، "حكم الشريعة الإسلامية التأم "، ضمن **الاقتصاد الإسلامي،** وث تارة من ا ؤ ر العا ي الأول للاقتصاد الإسلامي، جامعة ا لك عبد العزيز، ١٤٠٠هـ، ١٩٨٠م.

السويلم، سامي، "صناعة ا ندسة ا الية: نظرات ا نهج الإسلامي"، ندوة الصناعة ا الية الإسلامية، الإسكندرية، ١٤٢١هـ، ٢٠٠٠م.

ـــــــ، "عقد الكالئ بالكالئ: تدليلاً وتعليلاً"، مركز البحث والتطوير، شركة الراجحي ا صرفية للاستثمار، ١٤٢٢هـ، ٢٠٠١م.

ـــــــ، "وقفات قضية التأم "، مركز البحث والتطوير، شركة الراجحي ا صرفية للاستثمار، ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٢م.

ـــــــ، "تقو شرعي لشركة بزناس"، رمضان ١٤٢٣، ديسم ٢٠٠٢م. منشور على الرابط: saaid.net/fatwa/f41.htm.

ـــــــ، "التورق والتورق ا نظم: دراسة تأصيلية"، ا مع الفقهي الإسلامي، رابطة العا الإسلامي، ١٤٢٤هـ، ٢٠٠٣م.

ـــــــ، "البحث عن أدوات مبتكرة لإدارة ا خاطر"، ندوة اطر ا صرفية الإسلامية، ا عهد ا صر ، مؤسسة النقد العر السعودي، ١٤٢٤هـ، ٢٠٠٤م.

ا صري، رفيق يونس، "التحوط التمويل الإسلامي Hedging in Islamic Finance: عرض ومناقشة"، حوار الأربعاء، مركز أ اث الاقتصاد الإسلامي، ١٤٢٧/١٢/٢٠هـ، ٢٠٠٧/١/١٠م.

الندوي، علي، "عقد الاستصناع: صيغة ويلية معاصرة"، مركز البحوث وا علومات، شركة الراجحي ا صرفية للاستثمار، ١٤٢٠هـ، ١٩٩٩م.

الكتب

أحكام القرآن، مد بن عبد ا بن العر ، ت علي مد البجاوي، دار ا عرفة، ١٣٩٢هـ، ١٩٧٢م.

الأخبار العلمية من الاختيارات الفقهية، علاء الدين علي البعلي، دار العاصمة، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م.

أصول الاقتصاد الإسلامي، رفيق يونس ا صري، دار القلم، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م.

الإطار الشرعي والاقتصادي وا اس لبيع السلم ضوء التطبيق ا عاصر، مد عبد ا ليم عمر، ا عهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤٢٥هـ، ٢٠٠٤م.

الأم، مد بن إدريس الشافعي، ت مد زهدي النجار، دار ا عرفة، د.ت.

الأوراق التجارية وفقاً لاتفاقيات جنيف ا وحدة، أكرم يا ملكي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ١٩٩٩م.

البحر ا يط أصول الفقه، مد بن بادر الزركشي، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، دار الصفوة، ١٤١٣هـ، ١٩٩٢م.

بيان الدليل بطلان التحليل، تقي الدين أ د بن تيمية، ا كتب الإسلامي، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م.

البيان والتحصيل، مد بن رشد، دار الغرب الإسلامي، ١٤٠٤هـ، ١٩٨٤م.

ربة البنوك السودانية التمويل الزراعي بالسلم، عثمان بابكر أ د، ا عهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤٢٥هـ، ٢٠٠٤م.

تفس آيات أشكلت، تقي الدين أ د بن تيمية، ت عبد العزيز ا ليفة، مكتبة الرشد، ١٤١٥هـ.

ذيب سنن أ داود، اشية تصر ا نذري، س الدين مد بن قيم ا وزية، ت أ د شاكر و مد الفقي، دار الباز، ١٤٠٠هـ، ١٩٨٠م.

التوكل على ا تعا وعلاقته بالأسباب، عبد ا بن عمر الدميجي، دار الوطن، ١٤١٧هـ.

جامع الأصول، د الدين ا بارك بن الأث ، ت عبد القادر الأرناؤوط، دار البيان، ١٣٩٢هـ، ١٩٧٢م.

جامع ا سائل، تقي الدين أ د بن تيمية، ت مد عزير س، دار الفوائد، ١٤٢٢هـ.

ا عالة وأحكامها الشريعة الإسلامية والقانون، خالد رشيد ا ميلي، عا الكتب، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م.

هرة القواعد الفقهية ا عاملات ا الية، علي بن أ د الندوي، شركة الراجحي ا صرفية للاستثمار، ١٤٢١هـ، ٢٠٠٠م.

ا وافز التجارية التسويقية وأحكامها الفقه الإسلامي، خالد بن عبد ا ا صلح، دار ابن ا وزي، ١٤٢٠هـ، ١٩٩٩م.

الذخ ة، شهاب الدين أ د بن إدريس القرا ، دار الغرب الإسلامي، ١٩٩٤م.

الرد على ا نطقي ، تقي الدين أ د بن تيمية، إدارة تر ان السنة، ١٣٩٦هـ، ١٩٧٦م.

رفع ا رج الشريعة الإسلامية، يعقوب عبد الوهاب الباحس ، مكتبة الرشد، ١٤٢٠هـ، ٢٠٠٠م.

روضة الطالب وعمدة ا فت ، بن شرف النووي، ا كتب الإسلامي، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م.

شرح القواعد الفقهية، أ د بن مد الزرقا، دار القلم، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م.

صحيح ا امع الصغ وزيادته، مد ناصر الدين الألبا ، ا كتب الإسلامي، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م.

ضعيف ا امع الصغ وزيادته، مد ناصر الدين الألبا ، ا كتب الإسلامي، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م.

طريق الوصول إ العلم ا أمول، عبد الر ن السعدي، دار رمادي للنشر، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م.

الغرر وأثره العقود، الصديق مد الأم الضرير، دار ا يل، ١٤٠٠هـ، ١٩٩٠م.

الفروسية، س الدين مد بن قيم ا وزية، ت مشهور حسن سلمان، دار الأندلس، ١٤١٧هـ.

الفروع، س الدين مد بن مفلح ا قدسي، ت عبد اللطيف السبكي، عا الكتب، ١٣٦٩هـ، ١٩٦٠م.

الفروق (أنوار ا وق أنواع الفروق)، شهاب الدين أ د بن إدريس القرا ، عا الكتب، د.ت.

قاعدة اليق لا يزول بالشك، يعقوب عبد الوهاب الباحس ، مكتبة الرشد، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م.

القواعد الك ى، عز الدين عبد العزيز بن عبد السلام، دار القلم، ١٤٢١هـ، ٢٠٠٠م.

القواعد النورانية الفقهية، تقي الدين أ د بن تيمية، ت أ د ا ليل، دار ابن ا وزي، ١٤٢٢هـ.

الكا ، موفق الدين عبد ا بن قدامة، دار الكتاب العر ، ١٤٢١هـ، ٢٠٠٠م.

موع فتاوى ابن تيمية، ع عبد الر ن و مد بن قاسم، مكتبة ا عارف، د.ت.

مدارج السالك ، س الدين مد بن قيم ا وزية، دار الكتاب العر ، ١٣٩٣هـ، ١٩٧٣م.

ا دونة الك ى، مالك بن أنس الأصبحي، مصور عن مطبعة السعادة، ١٣٢٣هـ.

ا سابقات وأحكامها الشريعة الإسلامية، سعد بن ناصر الشثري، دار ا بيب، ١٤٢٠هـ، ٢٠٠٠م.

مصرف التنمية الإسلامي، رفيق يونس ا صري، مؤسسة الرسالة، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٧م.

ا غ ، موفق الدين عبد ا بن قدامة، هجر للطباعة والنشر، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م.

ا قدمات ا مهدات، مد بن رشد، دار الغرب الإسلامي، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م.

ا وافقات، إبراهيم بن موسى الشاط ، ت عبد ا دراز، ا كتبة التجارية، د.ت.

ا وسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، أجزاء متفرقة.

ا يسر والقمار، رفيق يونس ا صري، دار القلم، ١٤١٣هـ، ١٩٩٣م.

المصادر الأجنبية

________ (2003) *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton University Press.

_________ (1992) "Financial Innovation and Economic Performance," *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, pp. 12-22.

_________ (1994) "Financial Engineering," in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell, eds., *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, McMillan Press, vol. 2, pp. 56-63.

_________ (1997) *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk*, Washington, D.C.

_________ (2002) "Decision-making Under Uncertainty: An Islamic Perspective," in M. Iqbal and D. Llewellyn, eds., *Islamic Banking and Finance*, Edward Elgar, pp. 15-30.

_________ (2002) "International Financial Risk Management," presented before the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., November 19. Web address: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002.

_________ (2002) *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton & Co.

_________ (2003) "Corporate Governance," presented at the 2003 Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, May, 8. Web address: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003.

_________ (2003) "Dealing with Debt: How to Reform Global Financial System," *Harvard International Review*, pp. 54-59. Web address: hir.harvard.edu.

_________ (2003) "Hedging," *DerivaQuote*, www.bus.lsu.edu/academics/finance/faculty.

_________ (2003) *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, Henry Holt and Company.

_________ (2003), "Interview," in *Financial Engineering News*, September/October issue. Web address: www.fenews.com/fen33.

_________ (2004) "The Case Against Interest," presented at the International Conference on Islamic Banking and Finance, Brunei, Jan. 5-7.

_________ (2005*a*) "Design of New *Sukuk* Products," presented at the First International Islamic Financial Markets Conference, Bahrain, May 16-17.

_________ (2005*b*) "Optimal Sharing Contracts: Properties and Evolution," in M. Iqbal and T. Khan, eds., *Financial Engineering and Islamic Contracts*, Palgrave McMillan.

Al-Jarhi, M. (2002) "Transactions in Conventional and Islamic Economies," in H. Ahmed, ed., *Theoretical Foundations of Islamic Economics*, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, Saudi Arabia.

Allais, M. (1993) *The Monetary Conditions of an Economy of Markets*, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, Saudi Arabia.

Al-Suwailem, S. (1999) "Towards an Objective Measure of *Gharar* in Exchange," *Islamic Economic Studies*, vol. 7, pp. 61-102. Web address: www.islamic-finance.net.

Al-Yousef, Y. (2005) "Speculative Capital: An Islamic View," presented at the 6th International Conference on Islamic Economics and Finance, Jakarta, Indonesia, November, 21-24.

Arrow, K. (1971) *Essays in Risk Bearing*, Markham Publishing Company.

Ashkenas, R., D. Ulrich, T. Jick, and S. Kerr, eds. (2002) *The Boundaryless Organization*, Jossey-Bass.

Atta-Mensah, J. (2004) "Commodity-Linked Bonds: A Potential Means for Less-Developed Countries to Raise Foreign Capital," Bank of Canada Working Paper 2004-20, Ontario.

Banks, E. (2004) *The Credit Risk of Complex Derivatives*, 3rd ed., Palgrave McMillan.

Ben-Ner, A. and L. Putterman, eds. (1998) *Economics, Values, and Organization*, Cambridge University Press.

Bennett, P. (2004) "Why Are Capital Markets Catastrophic, and Are They Becoming More So?" in *Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges*, Mondovision, U.K. www.exchange-handbook.co.uk.

Bernstein, P. (1996) *Against the Gods*, John Wiley & Sons.

Bertismas, D., L. Kogan, and A. Lo (2001) "Hedging Derivative Securities and Incomplete Markets: An ε-Arbitrage Approach," *Operations Research*, vol. 49, pp. 372-397.

Besley, T. and A. Powell (1989) "Commodity-Indexed Debt in International Lending," World Bank PPR Working Papers Series 161, Washington, D.C.

Binmore, K. (1992) *Fun and Games: A Text on Game Theory*, D.C. Heath and Co.

Bodie, Z. and R. Merton (1998) *Finance*, Prentice Hall.

Borensztein, E., M. Chamon, O. Jeanne, P. Mauro, and J. Zettelmeyer (2004) *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper 237, Washington D.C.

Borna, S. and J. Lowry (1987) "Gambling and Speculation," *Journal of Business Ethics*, vol. 6, pp. 219-224.

Buckman, R. (1997) *What You Really Need to Know about Cancer*, Johns Hopkins University Press.

Buffet, W. (2002) "Chairman's Letter," in *Annual Report*, Berkshire Hathaway Inc.

Camerer, C. (1995) "Individual Decision Making," in J. Hagel and A. Roth, eds., *Handbook of Experimental Economics*, Princeton University Press, pp. 587-704.

Chance, D. (1995) "A Chronology of Derivatives," *Derivatives Quarterly*, vol. 2, pp. 53-60.

Chapra, M.U. (2000) *The Future of Economics: An Islamic Perspective*, The Islamic Foundation.

Chorafas, D. (2003) *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Palgrave McMillan.

Covey, S. (1990) *The Seven Habits of Highly Effective People*, Simon and Suchster.

de Bono, E. (1970) *Lateral Thinking: Creativity Step by Step*, Harper & Row, Publishers.

DeGroot, M. (1986) *Probability and Statistics*, 2nd ed., Addison-Wesley.

DeLong, J.B., A. Shliefer, L.H. Summers, and R.J. Waldmann (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 379-395.

Deutsche Bundesbank (2003) *Monthly Report*, January.

Dodd, R. (2005) "Providing Credit in Times of Crisis," Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, Washington, D.C. www.fiancialpolicy.org.

Drucker, P. (1999) "Innovate or Die," *The Economist*, September 23.

El-Gari, M. (2003) "Credit Risk in Islamic Banking and Finance," *Islamic Economics Studies*, vol. 10, no. 2, pp. 1-25.

Elster, J. (2000) *Ulysses Unbound: Studies in Rationality, Precommitment, and Constraints*, Cambridge University Press.

Evans, P. and T. Wurster (2000) *Blown to Bits: How the New Economics of Information Transforms Strategy*, Harvard Business School.

Financial Economists Roundtable (1994) "Statement on Derivatives Market and Financial Risk," FER. www.stanford.edu/~wfsharpe/art/fer/fer.htm.

Financial Services Authority (2005) *Glossary of Definitions*, FSA.

Finnerty, J. (1988) "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview," *Financial Management*, vol. 17, pp. 14-33.

Francis, J.C. (1991) *Investments: Analysis and Management*, McGraw-Hill.

Freeman, R. (1993) "Finding a Cure for Derivatives: The Market Cancer," *The New Federalist*, September. members.tripod.com/~american_almanac/derives.htm.

Friedman, J. (1990) *Game Theory with Applications to Economics*, 2nd ed., Oxford University Press.

Gates, J. (1998) *The Ownership Solution: Toward a Shared Capitalism for the 21st Century*, Addison-Wesley.

Gigerenzer, G., P. Tedd, and the ABC Research Group (1999) *Simple Heuristics that Make Us Smart*, Oxford University Press.

Gintis, H. (2000) *Game Theory Evolving*, Princeton University Press.

Gintis, H., S. Bowles, R. Boyd, and E. Fehr, eds. (2005) *Moral Sentiments and Material Incentives: The Foundations of Cooperation in Economic Life*, MIT Press.

Goldberg, D. (1989) *Genetic Algorithms in Search, Optimization, and Machine Learning*, Addison-Wesley.

Gowland, P. (1994) *The Economics of Modern Banking*, Edward Elgar.

Greenspan, A. (1999) "Financial Derivatives," presented before the Futures Industry Association, Boca Raton, Florida, March 19. Web address: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999.

Group of Thirty (1993) *Derivatives: Practices and Principles*, Washington, D.C.

Hansmann, H. (1996) *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.

Heffernan, S. (1996) *Modern Banking in Theory and Practice*, John Wiley & Sons.

Hieronymus, T. (1977) *Economics of Futures Trading*, Commodity Research Bureau, New York.

Holland, J. (1995) *Hidden Order: How Adaptation Builds Complexity*, Basic Books.

Iqbal, Z. (1999) "Financial Engineering in Islamic Finance," *Thunderbird International Business Review*, vol. 41, pp. 541-559.

Islamic Financial Services Board (IFSB), (2005) "Guiding Principles of Risk Management," Kuala Lumpur, Malaysia.

Jehle, G.A. (1991) *Advanced Microeconomic Theory*, Prentice Hall.

Kelley, K. (1994) *Out of Control,* Basic Books.

Keynes, J. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace Jovanovich, Publishers.

Khalil, A., C. Rickwood, and V. Murinde (2002) "Evidence on Agency-contractual Problems in *Mudharabah* Financing Operations by Islamic Banks," in M. Iqbal and D. Llewellyn, eds., *Islamic Banking and Finance*, Edward Elgar.

Khan, M. and A. Mirakhor, eds. (1987) *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, Institute of Islamic Studies, Texas.

Khan, T. and H. Ahmed (2001) *Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, Saudi Arabia.

Köhler, H. (2004) "Building Shared Prosperity in the Americas," presented at the Special Summit of the Americas, Monterrey, January, 12. Web address: www.imf.org/external/np/speeches/2004/011204.htm.

Kreitner, R. (2000) "Speculation of Contract, or How Contract Law Stopped Worrying and Learned to Love Risk," *Columbia Law Review*, vol. 100, May, pp. 1096-1138.

Krugman, P. (1999) *The Return to Depression Economics*, W.W. Norton.

Leathers, C. and J.P. Raines (2004) "The Schumpeterian Role of Financial Innovations in the New Economy's Business Cycle," *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, pp. 667-681.

Lessard, D. (1986) "The Management of International Trade Risks," *The Geneva Papers in Risk and Insurance*, vol. 11, pp. 255-264.

LiPuma, E. and B. Lee (2005) "Financial Derivatives and the Rise of Circulation," *Economy and Society*, vol. 34, pp. 404-427.

Lowenstein, R. (2000) *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management*, Random House.

MacCrimmon, K. and D. Wehrung (1986) *Taking Risks: The Management of Uncertainty*, Free Press.

Mandelbrot, B. and R. Hudson (2004) *The (Mis)Behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Return*, Basic Books.

March, J. (1994) *A Primer on Decision Making*, Free Press.

Marshall, J. and V. Bansal (1992) *Financial Engineering*, New York Institute of Finance.

Mason, S., R. Merton, A. Perold, and P. Tufano (1995) *Cases in Financial Engineering*, Prentice Hall.

Merton, R. (1973) "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model," *Econometrica*, vol. 41, pp. 867-887.

Milgrom, P. and J. Roberts (1992) *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall.

Miller, M. (1986) "Financial Innovations: The Last Twenty Years and the Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, pp. 459-471.

Mitchell, M. (1998) *An Introduction to Genetic Algorithms*, MIT Press.

Myers, S. (2001) "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pp. 81-102.

North, D. (1990) *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press.

Obaidullah, M. (2005) *Islamic Financial Services*, King Abdul-Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia.

Office of Comptroller of the Currency (2005) *OCC Bank Derivatives Report*, Second Quarter.

Pais, A. (1982) *Subtle is the Lord: The Science and the Life of Albert Einstein*, Oxford University Press.

Partnoy, F. (1997) "Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage," *Journal of Corporation Law*, vol. 22, pp. 211-227.

Pilbeam, K. (2005) *Finance and Financial Markets*, 2nd ed., Palgrave McMillan.

Raines, J.P. and C. Leathers (1994) "Financial Derivative Instruments and Social Ethics," *Journal of Business Ethics*, vol. 13, pp. 197-204.

Saber, N. (1999*a*) *Speculative Capital*, vol. 1, Pearson Education Ltd.

Saber, N. (1999*b*) *Speculative Capital & Derivatives*, vol. 2, Pearson Education Ltd.

Santos, J. (2004) "A History of Futures Trading in the United States," in R. Whaples, ed., *EH.Net Encyclopedia*, www.eh.net.

Schelling, T. (1980) *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press.

Shapira, Z. (1995) *Risk Taking: A Managerial Perspective*, Russell Sage Foundation.

Shiller, R. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Silber, W. (1983) "The Process of Financial Innovation," *American Economic Review*, vol. 73, pp. 89-95.

Slutz, R. (2004) "Should We Fear Derivatives?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, pp. 173-192.

Sobel, J. (2005) "Interdependent Preferences and Reciprocity," *Journal of Economic Literature*, vol. 43, pp. 392-436.

Sornette, D. (2003) *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton University Press.

Sparks, D. (2000) “Business Won’t Hedge the Euro Away,” *BusinessWeek*, at: businessweek.com/2000/00_49/b3710177.htm.

Spence, D., ed., (1997) *Introduction to Futures and Options*, Futures and Options Association, Woodhead Publishing Ltd.

Steinherr, A. (2000) *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, John Wiley & Sons.

Stiglitz, J. (2001) “Information and the Change in the Paradigm of Economics,” Prize Lecture. Web address: nobelprize.org/economics.

Sullivan, R. (2005) “Why Options?” at www.optionsxpress.com.

Summa, J. (2003) “Do Option Sellers Have a Trading Edge?” *Investopedia*, at: www.investopedia.com.

Summers, L. and V. Summers (1989) “When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for Securities Transaction Tax,” *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, pp. 261-286.

Swan, E. (2000) *Building Global Market: A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International.

Teweles, R. and F. Jones (1987) *Futures Game: Who Wins, Who Loses, and Why*, 2nd ed., McGraw-Hill Book Company.

Tickell, A. (2000) “Dangerous Derivatives: Controlling and Creating Risks in International Money,” *Geoforum*, vol. 31, pp. 87-99.

Tobin, J. (1978) “A Proposal for International Monetary Reform,” *Eastern Economic Journal*, vol. 3, pp. 153-159.

Tumpel-Gugerell, G. (2003) “The Volatility of Financial Markets,” presented at the Third International Financial Meeting in Madrid, July 1-2. Web address: www.ecb.int.

Vander Nat, P. (2001) “Analysis of Skybiz,” at: www.mlmsurvivor.com/skybiz_payplan.htm (02.2007).

Varian, H. (1992) *Microeconomic Analysis*, 3rd ed., W.W. Norton.

World Bank (2005) “Indicators of Finance,” series code [27].Web address: unstats.un.org.

Wright, R. (2000) *Nonzero: The Logic of Human Destiny*, Pantheon Books.